

**UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS**

**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES**

**UNIDAD DE POST-GRADO**

**El Mercado de Capitales como factor de inclusión  
social-financiera de las MIPYMES**

**TESIS**

**Para optar el Grado Académico de Doctor en Ciencias Contables y  
Empresariales**

**AUTOR**

**Luis Miguel Garcia Mori**

**Lima – Perú**

**2013**

Este trabajo está dedicado a:  
mis padres... por su perseverancia,  
a mi esposa... por su paciencia,  
y a mis hijos...  
por llenar de alegría mi corazón.

<b>Índice</b>	<b>Página</b>
<b>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
1.1. Situación problemática.	1
1.2. Formulación del problema.	9
1.3. Justificación teórica.	9
1.4 Justificación práctica.	11
1.5. Objetivos.	12
1.5.1. Objetivo general.	12
1.5.2. Objetivos específicos	12
<b>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO</b>	<b>13</b>
2.1. Marco filosófico o epistemológico de la investigación.	13
2.2. Antecedentes de la investigación.	14
2.3. Bases teóricas.	18
<b>CAPÍTULO III. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN</b>	<b>38</b>
<b>CAPÍTULO IV: RESULTADOS Y DISCUSIÓN</b>	<b>41</b>
4.1. Análisis, interpretación y resultados:	41
4.1.1. El contexto macroeconómico y el mercado de capitales.	42
4.1.2. La regulación y la inclusión financiera.	52
4.1.3. Las tasas de interés para las MIPYMES.	57
4.1.4. Los mercados de capitales y su potencial para las MIPYMES.	62
4.1.5. Características de las MIPYMES que impactan en el riesgo financiero.	67

	IV
4.1.6. La información disponible de las MIPYMES en el sistema financiero.	70
4.1.7. Las tasas de interés en el mercado de capitales y la presencia de los inversores o consumidores “verdes”.	75
4.1.8. La dispersa clasificación de las MIPYPES.	79
4.1.9. Los vacíos de la Ley de MYPES y los factores de promoción.	90
4.1.10. Los instrumentos financieros a emitir en el mercado de capitales, asociados a las prácticas de transparencia de la información, para reducir el riesgo financiero.	94
4.1.11. El mercado alternativo de valores.	97
4.2. Pruebas de hipótesis.	98
4.3. Presentación de resultados.	101
 CAPÍTULO V: IMPACTOS	 105
5.1. Propuesta para la solución del problema.	105
5.2. Costos de implementación de la propuesta.	117
5.3. Beneficios que aporta la propuesta.	117
 CONCLUSIONES	 119
 RECOMENDACIONES	 130
 REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	 136
 ANEXOS	 139

**LISTA DE CUADROS:**

Cuadro N° 01	Cartera administrada AFP octubre 2012.	20
Cuadro N° 02	Cartera administrada AFP por instrumento.	21
Cuadro N° 03	Ejemplo 1 valorización de un bono.	35
Cuadro N° 04	Ejemplo 2 valorización de un bono.	36
Cuadro N° 05	Tasas de interés activas anuales.	45
Cuadro N° 06	Saldo de deuda pública bruta a septiembre 2011	46
Cuadro N° 07	Inflación anualizada.	47
Cuadro N° 08	Variación de tipo de cambio.	48
Cuadro N° 09	Crecimiento del PBI.	49
Cuadro N° 10	Reservas internacionales netas.	50
Cuadro N° 11	Tasas efectivas anuales en soles.	57
Cuadro N° 12	Tipos de interés – España.	57
Cuadro N° 13	Instrumentos financieros colocados entre el 2005 y el 2010.	63
Cuadro N° 14	Cartera de inversiones AFPs como demanda de instrumentos financieros.	63
Cuadro N° 15	Emisión de bonos 2005 – 2010.	65
Cuadro N° 16	Créditos micro empresas enero 2011.	71
Cuadro N° 17	Créditos pequeñas empresas enero 2011.	71
Cuadro N° 18	Créditos medianas empresas enero 2011.	72
Cuadro N° 19	Créditos MIPYMES enero 2011.	72
Cuadro N° 20	Créditos micro empresas enero 2012.	73
Cuadro N° 21	Créditos pequeñas empresas enero 2012.	73
Cuadro N° 22	Créditos medianas empresas enero 2012.	74
Cuadro N° 23	Créditos MIPYMES enero 2012.	74
Cuadro N° 24	Emisiones de bonos colocados 2010.	75
Cuadro N° 25	Límites de regímenes tributarios.	82

Cuadro N° 26	Cuotas de pagos RUS.	82
Cuadro N° 27	Límites de procesos de selección.	87
Cuadro N° 28	Tasas de interés crédito Mivivienda.	116
Cuadro N° 29	Créditos micro empresas octubre 2012.	117
Cuadro N° 30	Créditos pequeñas empresas octubre 2012.	118
Cuadro N° 31	Créditos medianas empresas octubre 2012.	118
Cuadro N° 32	Créditos MIPYMES octubre 2012.	118

### **LISTA DE GRÁFICOS:**

Gráfico N° 01	Inflación anual.	47
Gráfico N° 02	Tipo de cambio.	48
Gráfico N° 03	Variación del tipo de cambio.	49
Gráfico N° 04	Variación del PBI	50
Gráfico N° 05	Evolución reservas internacionales netas.	51
Gráfico N° 06	Porcentaje de crecimiento reservas internacionales netas.	51
Gráfico N° 07	Ejemplo de desequilibrio entre tasas de interés y tipos de cambio.	62
Gráfico N° 08	Mapa de conflictos sociales.	76
Gráfico N° 09	Modelo propuesto.	106
Gráfico N° 10	Modelo de emisión.	109

**RESUMEN CON PALABRAS CLAVE O DESCRIPTORES:**

El presente trabajo aborda la problemática de cómo las prácticas de buen gobierno corporativo pueden contribuir a la inclusión social financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas –MIPYMES-, en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero.

La investigación señala que para el ingreso de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) a los mercados de capitales, es necesario reducir el riesgo financiero de las mismas, lo que se puede conseguir con prácticas de transparencia propias del buen gobierno corporativo.

Se plantea un modelo de emisión de bonos MIPYMES como alternativa de inclusión social financiera de las mismas en el mercado de capitales, para reducir los altos costos de financiamiento en el sistema financiero.

**SUMMARY:**

This research is about how the good practice of Corporate Governance could help the micro, small and medium enterprises to their financial and social inclusion into the capital market, as an alternative from de financial system.

It emphasizes that in order to get them into the capital market, is necessary to reduce their financial risk. It could be possible if they incorporate good practice of Corporate Governance and transparency.

It designs a model for emission of notes, for micro, small and medium firms, as an alternative, from de financial system, in order to get their financial and social inclusion into the capital market.



**RÉSUMÉ:**

Cette recherche est sur comme les pratiques de bon gouvernement corporatif peuvent aider les petites et médiane entreprises, pour leir inclusion social et financiere, au marché du capitaux.

Cette thèse de doctorat propose que pour permettre la admission (incorporer / intégrer) des petites et médiane entreprises au marche du capitaux est necessaire de reduire le risque financiere des cettas enterprises. Ca c'est peux obtenir avec pratiques de bon gouvernement corporatif.

C'est propose une módele d'émission de obligations des enterprises comme une alternative d'inclusion social et financiere, de cettas enterprises, au marche de capitaux, pour réduire les éleves couts de l'argent au systeme bancaire.

## **CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Situación problemática.**

¿De qué manera las prácticas de Buen Gobierno Corporativo pueden contribuir a la inclusión social financiera de las MIPYMES (1) en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero? La interrogante del presente trabajo se realiza en un contexto internacional de crisis financiera en la zona euro (2), que impacta en las tasas de interés, y en un contexto local en el cual se busca la inclusión financiera de las MIPYMES al mercado de capitales (3).

---

(1) Se utiliza el término de MIPYMES, para hacer referencia a las micro, pequeñas y medianas empresas. También se puede revisar información que utilizan los términos de MYPES y PYMES, que asocia el primero al término de micro y pequeñas, mientras que el segundo asocia los términos de pequeñas y medianas empresas. Un ejemplo de la primera denominación lo encontramos en la CAF, pudiendo verse la siguiente dirección <http://www.caf.com/view/index.asp?ms=19&pageMs=61696>. Por su parte, un ejemplo de la segunda denominación se puede apreciar en la dirección que corresponde al Ministerio de la Producción: <http://www.crecemype.pe/portal/>. Un ejemplo de la tercera denominación se puede encontrar en la Sociedad de Comercio Exterior Comex en la siguiente dirección: <http://www.comexperu.org.pe/>.

En un contexto internacional de crisis financiera (4) es necesario evaluar si existe un contexto macroeconómico (5) que favorezca el mercado de capitales local (6) y si representa una alternativa para las MIPYMES para reducir su costo financiero (7). De ser esto así, la pregunta de fondo es cómo conseguir la inclusión económica y social (8) de las MIPYMES en el mercado de capitales, usualmente exclusivo para grandes empresas (9).

(2) La zona euro está conformada por 17 países de la Unión Europea que utilizan el euro, bajo la supervisión del Banco Central Europeo: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Por su parte, los otros 10 países que si bien forman parte de la Unión Europea, pero que no utilizan el euro son: Bulgaria, Dinamarca, Reino Unido, Suecia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. Mayor información de la Unión Europea se puede ver en [http://europa.eu/index\\_es.htm](http://europa.eu/index_es.htm) y en <http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.en.html>.

(3) En el Mensaje a la Nación, del Presidente de la República, del 28 de julio de 2012, se anunció que se presentaría un proyecto para incorporar a las Mypes a los mercados de capitales. Ver <http://peru21.pe/2012/07/28/economia/alistan-proyecto-ampliar-acceso-al-mercado-capitales-emprendedores-2035026>. Por su parte, el Ministro de Economía, Luis Miguel Castilla, señaló al inaugurar la **VIII Convención de Finanzas y Mercado de Capitales**, del 29 de octubre de 2012, que fue organizada por la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales), que antes de fin de año se presentarían al Congreso un primer “paquete” de normas para modificar el mercado de capitales. Ver [http://www.rpp.com.pe/2012-10-29-castilla-antes-de-fin-de-ano-se-reformara-mercado-de-capitales-noticia\\_535474.html](http://www.rpp.com.pe/2012-10-29-castilla-antes-de-fin-de-ano-se-reformara-mercado-de-capitales-noticia_535474.html).

(4) El agosto de 2012, el diario La Vanguardia, de España, destaca la subida de la prima de riesgo de España en el orden de 560 puntos básicos. Resaltaba también la diferencia entre el bono español a diez años que subía al 6.925% frente al bono alemán en 1.469%. Ver al respecto: <http://www.lavanguardia.com/economia/20120808/54334963081/la-prima-de-riesgo-espana-retoma-senda-alcista-y-sube.html>.

Si se busca una tasa de interés en soles equivalente al 6.925% en euros, considerando una apreciación estimada de 4,2% anual, que corresponde a la variación del tipo de cambio del sol frente al euro, de S/. 3.850 por euro del 03 de enero de 2011 a S/. 3.688 del 28 de diciembre de 2011, y se aplican la fórmula de condiciones internacionales de paridad, tenemos que la “depreciación de equilibrio” (o “apreciación” de ser el caso) estaría dada por:

$$\text{Depreciación de equilibrio} = (\text{Tasa S/.} - \text{Tasa euro}) / (1 + \text{tasa euro}).$$

Despejando la fórmula se tendría:

1. Tasa S/. – Tasa euro = depreciación (1 + Tasa euro)
2. Tasa S/. = depreciación (1 + Tasa euro) + Tasa euro

Como se ha tenido una apreciación, en lugar de una depreciación, se cambia el signo para la aplicación de la fórmula, entonces:

$$\text{Tasa S/.} = (-0.042) (1 + 0.06925) + 0.06925$$

(...)

(...)

La tasa equivalente en soles sería de 6.59 %. Si se compara esta tasa con la tasa promedio que publica la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, que para el 07 de agosto de 2012 para la microempresas era de 32.05% en soles y para pequeñas empresas 22.7%, salta a la vista el alto costo financiero que se tiene que asumir.

En lo que respecta a las Condiciones Internacionales de Paridad se tienen las siguientes teorías:

#### I. Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo:

Esta teoría señala que productos similares en distintos países deben tener igual valor, expresados en su propia moneda, con lo cual el tipo de cambio estará en función al nivel de precios.

Donde:

- Pa: índice de precio del país A
- Pb: índice de precio del país B
- T(a/b): Tipo de cambio de la moneda del país A respecto al país B.

Entonces:

$$T(a/b) = \frac{(Pa - Pb)}{(1 + Pb)}$$

#### II. Teoría de la Paridad de los Tipos de Interés:

Esta teoría destaca que las rentabilidades que se pueden obtener en distintos países deben ser iguales, donde el riesgo puede ser controlado a través de contratos a plazo.

Donde:

- ia: interés del país A
- ib: interés del país B
- if: Prima o descuento de la cotización a plazo de la divisa del país A respecto al país B.

Entonces:

$$if = \frac{(ia - ib)}{(1 + ib)}$$

#### III. Teoría de Fisher (cerrada):

Señala que los tipos de interés nominal reflejan los rendimientos reales ajustados por la expectativa de inflación.

(...)

(...)

Donde:

- ia: interés nominal del país A
- ib: interés nominal del país B
- Pa: inflación del país A
- Pb: inflación del país B

Entonces:

$$\frac{(ia - ib)}{(1 + ib)} = \frac{(Pa - Pb)}{(1 + Pb)}$$

#### IV. Teoría de las Expectativas:

Señala que el tipo de cambio de contado esperado a “t” períodos, coincidirá con el tipo de cambio a plazo actual a “t” períodos.

Utilizando las 3 teorías anteriores:

- Paridad de los tipos de interés:  $if = (ia - ib) / (1 + ib)$
- Efecto Fisher:  $(ia - ib) / (1 + ib) = (Pa - Pb) / (1 + Pb)$
- Paridad de poder adquisitivo:  $T(a/b) = (Pa - Pb) / (1 + Pb)$

Entonces:

$$T(a/b) = if$$

Donde:

- T(a/b): variación esperada de los tipos de contado
- if: diferenciales entre los tipo a plazo y de contado

#### V. Teoría de Fisher Internacional (abierta):

Señala que la rentabilidad debe ser igual a largo plazo entre los diferentes países.

Utilizando las teorías anteriores:

- Efecto Fisher:  $(ia - ib) / (1 + ib) = (Pa - Pb) / (1 + Pb)$
- Paridad de poder adquisitivo:  $T(a/b) = (Pa - Pb) / (1 + Pb)$

Entonces:

$$T(a/b) = \frac{(ia - ib)}{(1 + ib)}$$

Donde:

- T(a/b): variación esperada de los tipos de contado

(5) En el contexto macro económico resalta, entre otros aspectos, la preocupación por el control de la inflación, porque de no ser así sería inviable un mercado de capitales. Según el Reporte de Inflación del Banco Central de Reserva del Perú, la inflación del 2010 fue de 2,08% y la del 2011 fue 4,78%. Un mayor detalle se puede ver en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2012/junio/reporte-de-inflacion-junio-2012.pdf>.

(6) El mercado de capitales en lo que corresponde a emisiones primarias, según información del Anuario Estadístico de la Superintendencia del Mercado de Valores, muestra que entre el 2006 y el 2011, las emisiones en soles han estado por encima de los 7 mil millones de soles por año y por encima de los mil millones de dólares por año. Un resumen se aprecia la continuación:

Emisión primaria / Años	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Emisiones inscritas en soles en el registro del mercado de valores	10,067,229	12,230,987	14,219,082	21,116,929	11,473,222	7,424,668
Emisiones inscrita en dólares en el registro del mercado de valores	3,083,553	3,943,557	4,864,440	7,046,496	4,053,389	1,433,500

Fuente: Elaboración propia con datos del Anuario Estadístico de la Superintendencia del Mercado de Valores (importes en miles).

(7) Al 02 de enero de 2011 la tasa de interés promedio para créditos a la micro empresa era de 38.88% en soles y de 17.43% en dólares. Un mayor detalle se puede ver en [http://www.sbs.gob.pe/app/stats/TasaDiaria\\_3micro.asp](http://www.sbs.gob.pe/app/stats/TasaDiaria_3micro.asp). La diferencia en la tasa de interés haría inferir una "depreciación de equilibrio" (que torna a ambas tasas equivalentes) estimada de 18.26% de acuerdo al siguiente cálculo, aplicando las condiciones internacionales de paridad:

$$\text{Tasa S/.} - \text{Tasa US\$} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$})$$

Despejando la fórmula se tiene:

$$\text{Depreciación} = \frac{(\text{Tasa S/} - \text{Tasa US\$})}{(1 + \text{Tasa US\$})} = \frac{(0.3888 - 0.1743)}{(1 + 0.1743)} = 0.1826 = 18.26\%$$

Sin embargo, la variación del tipo de cambio durante el 2011 ha sido de menos 3.987%, como se aprecia en el siguiente cálculo:

$$\text{Tipo de cambio Final} = \text{Tipo de cambio Spot} (1 + \text{depreciación}).$$

Despejando se tiene:

$$\text{TF} / \text{TS} - 1 = \text{Depreciación} = (2.809 / 2.697) - 1 = -0.03987.$$

(8) La preocupación por la inclusión social financiera se puede apreciar en los propios indicadores de inclusión financiera de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, tales como: número de oficinas a nivel nacional para acceder a los servicios financieros, número de depositantes, número de deudores, entre otros. Ver un mayor detalle en <http://intranet1.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2011/Diciembre/CIIF-0001-di2011.PDF>.

Para el ingreso de las MIPYMES a los mercados de capitales es necesario conocer las características que impactan en su riesgo financiero, así como identificar los criterios para poder reducir los aspectos de riesgo financiero que presentan. En este orden de ideas nos debemos preguntar si la denominada Ley MYPE (10) formula los mecanismos necesarios para afrontar el riesgo financiero, o si es necesario estudiar las diferentes clasificaciones que se hacen de las MIPYMES por parte de los diferentes sectores económicos (11), según sus aspectos de interés, para replantear el manejo y la reducción del riesgo financiero, pudiendo para tal efecto recurrir a las prácticas de buen gobierno corporativo o empresarial (12).

(9) Durante el 2011 cinco empresas, no financieras, emitieron bonos corporativos en soles y tres empresas en dólares. Los activos de cada una de las empresas superaban los mil millones de soles, los pasivos superaban los 700 millones, el patrimonio neto los 500 millones y los ingresos los 300 millones. Un mayor detalle se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Emisores de Bonos Corporativos 2011				
Empresas no financieras.				
(En miles de soles)				
Emisores en Soles:	Activos	Pasivo	Patrimonio	Ingresos
Edelnor SAA	2,632,261.00	1,631,040.00	1,001,221.00	1,879,762.00
Luz del Sur	2,267,565.00	1,259,878.00	1,330,705.00	1,813,673.00
Saga Falabella SA	1,301,388.00	766,442.00	534,946.00	2,163,809.00
Telefónica del Perú SAA	8,791,291.00	5,046,500.00	3,744,791.00	3,809,404.00
Telefónica Móviles SA	3,862,857.00	2,748,398.00	1,114,459.00	4,279,580.00
Emisores en Dólares:	(En miles de soles)			
Red de Energía del Perú SAA	1,421,440.02	818,843.41	605,291.61	386,535.77
Duke Energy Egenor Soc Com por acciones (*)	1,456,606.00	627,820.00	828,786.00	413,760.00
Ferreyros SA	2,469,783.00	1,515,350.00	954,433.00	2,858,015.00

(\*) Nota: Los EEFF están expresados en dólares, se ha utilizado un TC 30/12/2011 compra 2.695

Fuente: Elaboración propia con información pública de la Superintendencia del Mercado de Valores.

El detalle de los estados financieros se puede apreciar en:

[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136](http://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136)

(10) La Ley N° 28015, de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresa, se publicó el 3 de julio de 2003, y se modificó por la Ley N° 28851, publicada el 27/07/2006, la Ley N° 29034, publicada el 10/06/ 2007, y el Decreto Legislativo N° 1086, publicado el 28/06/2008. Mediante Decreto Supremo N° 007-2008-TR, publicado el 30/09/2008, se aprobó el Texto Único Ordenado de la Ley (TUO). Su Reglamento se aprobó mediante Decreto Supremo N° 008-2008-TR del 30/09/2008, modificado mediante el Decreto Supremo N° 24-2009-Produce, publicado el 10/07/2009. El TUO se puede ver en <http://www.crecemype.pe/portal/images/stories/files/decretosupremo007-2008.pdf> y el reglamento se puede apreciar en <http://www.crecemype.pe/portal/images/stories/files/reglamento0082008.pdf>.

---

(11) No obstante que se pueda escuchar, con relativa frecuencia, el empleo de los términos de micro, pequeña y mediana empresa, por parte de las diversas instituciones y medios de comunicación, el término en verdad no es unívoco, en tanto que existen diversos criterios para su calificación, por ejemplo, es distinto la clasificación adoptada por la Ley MYPE, de la empleada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS), de la empleada por la Superintendencia de Administración Tributaria (Sunat). Para la Ley MYPE se sigue el criterio de número de trabajadores y niveles de ventas, para la SBS el importe de los créditos y para la Sunat el nivel de ingresos, adquisiciones y activos fijos, aunque distinto al nivel de venta de la Ley MYPE, y sin una referencia expresa a la misma, mediante el reconocimiento del Régimen Único Simplificado (RUS) o el Régimen especial de Impuesto a la Renta (RER).

(12) Luego de la crisis (financiera) “asiática” de 1997, surge una preocupación a nivel global por reducir el riesgo de los inversionistas a nivel de Gobierno Corporativo. En ese contexto se retoma el tema de los Principios de Buen Gobierno Corporativo, que tiene como antecedentes, entre otros trabajos el de la Comisión Cadbury del Reino Unido de 1992.

Una de las organizaciones de referencia en términos de Buen Gobierno Corporativo es la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico – OCDE, cuyo texto de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE se puede apreciar en la siguiente dirección: <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

En la versión de 1999 se destacaban los siguientes aspectos en el ámbito de las buenas prácticas del Gobierno Corporativo:

- Los derechos de los accionistas.
- El tratamiento equitativo de los accionistas.
- La función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades.
- Comunicación de la transparencia informativa.
- Las responsabilidades del Consejo o del Directorio

En la versión del 2004 se da énfasis a la transparencia de la información en los mercados, en tal sentido se destacan los aspectos de:

- Garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo.
- Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad.
- El tratamiento equitativo de los accionistas.
- El papel de las partes interesadas en el Gobierno Corporativo.
- Revelación de datos y transparencia.
- Las responsabilidades del Consejo o del Directorio.

Hoy hacer referencia al “Gobierno Corporativo” implica asociarlo a la necesidad de las organizaciones por promover la transparencia en la información. El término que nació para los mercados financieros, hoy se asocia también al ámbito público, e incluso a la tecnología de la información. Un ejemplo de lo primero se puede apreciar en la premiación que promueve la agrupación de “Ciudadanos al día” a las mejores prácticas de gestión pública. Mayor información en <http://www.ciudadanosaldia.org/>. Un ejemplo de gobierno de TI (tecnologías de la información), se puede apreciar en <http://www.isaca.org.pe/>.



Cabe preguntarnos si existirá en el mercado información de las MIPYMES, a modo de mecanismo centralizado (13) de información, que permita plantear un modelo de emisión de instrumentos financieros de MIPYMES en el mercado de capitales, llegando inclusive a aprovechar la experiencia internacional para tal efecto, recurriendo a prácticas de responsabilidad social corporativa o empresarial (14) en los mercados financieros.

---

(13) Un mecanismo centralizado, como el de negociación, presenta ciertas ventajas en el sentido que permiten:

- ✓ La transferencia de fondos
- ✓ La redistribución del riesgo
- ✓ Determinar el precio y el rendimiento (con mayor información y en tal sentido con mayor eficiencia en la toma de decisión).
- ✓ Proporcionar liquidez
- ✓ Reducir los costos de búsqueda e información.

En tal sentido, un mecanismo centralizado de información de MIPYMES permitiría contar con información de las mismas, para el análisis de los potenciales inversionistas, lo que debería permitir reducir su riesgo.

(14) La agrupación Perú 2012 destaca la responsabilidad social empresarial como

*“una forma ética de gestión que implica la inclusión de las expectativas de todos los grupos de interés (Accionistas/Inversionistas, Colaboradores y sus familias, Comunidad, Clientes, Proveedores, Medio Ambiente y Gobierno) alrededor de la empresa, para lograr el desarrollo sostenible”.*

Más información se puede ver en <http://www.peru2021.org/conceptos-rse/77-iqu-responsabilidad-social-empresarial.html>.

Por su parte el Instituto Argentino de Responsabilidad Social Empresarial – IARSE- promueven indicadores de responsabilidad social empresarial para Pymes, ver [http://www.iarse.org/new\\_site/site/index.php?put=indicadores](http://www.iarse.org/new_site/site/index.php?put=indicadores), que ha sido trabajado conjuntamente con el Instituto Ethos de Brasil, ver [http://www3.ethos.org.br/conteudo/iniciativas/indicadores/indicadores-ethos-de-3a-geracao/participe/#.UDY8KaCde\\_A](http://www3.ethos.org.br/conteudo/iniciativas/indicadores/indicadores-ethos-de-3a-geracao/participe/#.UDY8KaCde_A).

## 1.2. Formulación del problema.

El problema en análisis consiste en determinar ¿de qué manera las prácticas de Buen Gobierno Corporativo pueden contribuir a la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero? Para lo cual se requiere plantear un modelo de emisión de instrumentos financieros que permita la inclusión social financiera (15) de las MIPYMES en el mercado de capitales local, con el objetivo de reducir su costo financiero (16).

## 1.3. Justificación teórica.

Según estadísticas de Proinversión (17), las pequeñas y microempresas representan aproximadamente el 45% del PBI. Por otra parte, contribuyen al 88% de puestos de trabajo, de allí su gran importancia como factor de desarrollo. Empero, en la actualidad las MIPYMEs tienen que afrontar altas tasas de interés para el financiamiento de sus operaciones, que pueden superar hasta el 100% anual (18). Dicha situación afecta su eficiencia y competitividad, siendo necesario en consecuencia plantear alternativas para reducir tan alto costo de financiamiento, en un contexto de globalización (19).

---

(15) La inclusión social, ya sea financiera o de otra índole, puede ser entendida en contraposición a la “exclusión”, esto es, implica la posibilidad de “participar”. Así la inclusión social financiera en los mercados de capitales, alude a la posibilidad de que las MIPYMES participen de los mismos. Lo que en la actualidad no se realiza.

Por su parte, el Ministerio de Desarrollo Humano – MINDES-, citando las palabras de la Ministra Carolina Trivelli, destaca en su página web que la inclusión social:

*“Es la situación que asegura que todos los ciudadanos sin excepción, puedan ejercer sus derechos, aprovechar sus habilidades y tomar ventaja de las oportunidades que encuentran en su medio”.*

Ver <http://www.midis.gob.pe/index.php?lang=es>.

(16) Debe tenerse presente el potencial que representa la brecha existencia entre las tasas del sistema financiero, que pueden superar el 100% anual para las MIPYMES, frente a tasas que pueden estar por debajo del 10% en el caso del mercado de capitales. Un adecuado manejo del riesgo financiero puede representar una significativa reducción del costo financiero.

(17) Las estadísticas que presenta Proinversión respecto a las MYPES puede verse en: <http://www.proinversion.gob.pe/0/0/modulos/JER/PlantillaStandard.aspx?ARE=0&PFL=0&JER=98>. Las estadísticas del Consejo Nacional para el Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa - CODEMIPE pueden verse en: <http://www.produce.gob.pe/remype/data/mype2010.pdf>.

(18) Por ejemplo, según información de la SBS, al 10 de agosto de 2012, para un crédito para micro empresas, para activo fijo por S/. 20 mil a 24 meses, las tasas máximas pueden alcanzar:

- En la Banca Múltiple hasta 55% (Interbank).
- En Empresas Financieras hasta 79.59% (Financiera Edyficar).
- En Cajas Municipales hasta 58,27% (CMCM Ica).
- En Cajas Rurales hasta 101,22% (CRAC Señor de Luren).
- En Edpymes hasta 89% (Edpyme Acceso Crediticio).

Ver información en [http://www.sbs.gob.pe/download/TipoTasa/files/00084\\_2.htm](http://www.sbs.gob.pe/download/TipoTasa/files/00084_2.htm).

(19) Por ejemplo, en lo que corresponde a las tasas de interés que se cobran a nivel internacional se puede citar el caso del Banco de Madrid SA que ofrece para préstamos de consumo hasta 8.84% en euros. Se puede ver la información en <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/dot/e0059.html>.

Si se busca una tasa de interés en soles equivalente 8.84% en euros, y se considera una apreciación estimada de 4,2% anual, que corresponde a la variación del tipo de cambio del sol frente al euro, de S/. 3.850 por euro del 03 de enero de 2011 a S/. 3.688 del 28 de diciembre de 2011, aplicando la fórmula de condiciones internacionales de paridad, tenemos:

$$\text{Tasa S/.} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa euro}) + \text{Tasa euro}$$

Como se ha tenido una apreciación, en lugar de una depreciación, se cambia el signo para la aplicación de la fórmula, entonces:

$$\text{Tasa S/.} = (-0.042) (1 + 0.0884) + 0.0884$$

La tasa equivalente en soles sería de 4.26%. Esto es así por la apreciación del sol. Sin embargo, en la realidad el costo financiera es más alto. Si se compara la tasa de 8.84% con la tasa promedio que publica la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, que para el 07 de agosto de 2012 para la microempresas era de 32.05% en soles y para pequeñas empresas 22.7%, salta a la vista el alto costo financiero que se tiene que asumir.

La tasa del 32.05% en soles para ser equivalente a la tasa del 8.84% en euros, tendría que presentarse una depreciación de 21.29%, como se aprecia en el siguiente cálculo:

$$\text{Depreciación} = \frac{(\text{Tasa S/} - \text{Tasa euros})}{(1 + \text{Tasa euros})} = \frac{(0.3202 - 0.0884)}{(1 + 0.0884)} = 0.2129 = 21.29\%$$

De otra parte, los mercados de capitales ofrecen tasas de financiamiento que pueden no superar el 10% anual (20). Sin embargo, existen limitaciones para que las MIPYMES accedan a los dichos mercados (21), debido al alto riesgo que representan por diversas razones tales como la falta de transparencia, informalidad, falta de capacitación en la gestión, barreras legales, capital reducido, entre otras.

#### 1.4 Justificación práctica.

La revisión de la situación de los factores que impactan en los mercados de capitales en prospectiva a permitir la inclusión social – financiera de las MIPYMES a los mismos, permitirá fortalecer su desarrollo futuro, en atención a la generación de empleo que representan, y que por consiguiente permitirá una mayor inclusión social.

---

(20) Para el 2011, entre los emisores que colocaron bonos corporativos de entidades no financieras, las mayores tasas correspondieron a Saga Falabella con 7.5625% en soles, con un plazo de 7 años, y a Red de Energía del Perú con 6.50% en dólares, con un plazo de 15 años. Mayor información se puede apreciar en el Anuario Estadístico de Superintendencia del Mercado de Valores que aparece en: <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/geybltan.yrc.pdf>.

(21) Para entender el manejo del riesgo y el costo que representa, podría ponerse el siguiente ejemplo. Si una persona que usted no conoce se le acercara y le pidiera que le preste sus ahorros, ¿se los prestaría? La respuesta seguramente sería que “no”, porque usted no la conoce y el riesgo de incumplimiento es muy alto. Para que usted se anime a prestarle, primero tendría que conocerla, saber sobre su historial crediticio. Si es un buen pagador, probablemente entonces, tal vez, se animaría a prestarle. Pues bien, cuando se habla de Mipymes, se corre el riesgo de estar ante un sector que pudiera ser considerado “informal”. En tal sentido, lo primero que tenemos que destacar es si se puede identificar un sector “formal” dentro del ámbito de las Mipymes. La respuesta es sí, si buscamos en la relación de créditos registrados en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs – SBS. Ahora bien, en dicha búsqueda pueden presentarse créditos refinanciados, reestructurados y atrasados, los cuales para reducir el riesgo de incumplimiento tendrían que ser descartados. Con lo cual nos quedaríamos con aquellas Mipymes que presentan créditos vigentes y que no han entrado en refinanciamientos, reestructuraciones ni atrasos. La respuesta es que tales Mipymes sí existen. A enero del 2011, se encontraban colocados a microempresas S/. 6,6 mil millones, a pequeñas empresas S/. 11,9 mil millones y a medianas empresas S/. 19,3 mil millones, sumando un total de S/. 37,8 mil millones en crédito a Mipymes que no han caído en incumplimiento. Más información según créditos directos y situación, se puede revisar en la siguiente dirección de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs: <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=1#>.

### 1.5. Objetivos:

#### 1.5.1. Objetivo general:

Conocer cómo las prácticas de Buen Gobierno Corporativo pueden permitir la inclusión social financieras de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero. En tal sentido, se busca realizar una revisión de la situación y aspectos que impactan en los mercados de capitales, en prospectiva a permitir el acceso de las MIPYMES, como un factor de inclusión social – financiera.

#### 1.5.2. Objetivos específicos:

- Conocer cómo pueden las prácticas de Buen Gobierno Corporativo contribuir a reducir el riesgo financiero de las MIPYMES.
- Conoce cómo podrían las MIPYMES acceder al mercado de capitales como alternativa para reducir las altas tasas que tienen que asumir al acudir al sistema financiero.
- Conocer cómo pueden los inversionistas institucionales contribuir a la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales.
- Conocer cómo estructurar una emisión de bonos que permita la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales.

## **CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO**

### 2.1. Marco filosófico o epistemológico de la investigación.

El presente trabajo de investigación es descriptivo y analítico. La filosofía de la investigación parte de que la realidad es objetiva y puede ser estudiada, se encuentra dentro de corrientes del positivismo y del realismo científico. En tal sentido la ciencia describe y explica la realidad (22). Se aborda desde una perspectiva cualitativa, propia de las ciencias sociales, dentro de las cuales están las empresariales, complementándose con el análisis cuantitativo.

---

(22) Mediante la “descripción” se toma contacto con el objeto a través de observaciones (sensoriales) y/o construcciones intelectuales, que buscan acercarse a la realidad de manera exacta, precisa, organizada (hasta que surja una explicación diferente que refute la anterior). Mientras que en la “explicación” se busca interpretar, conocer el funcionamiento de un hecho o un fenómeno, sus causas, su origen, así como sus consecuencias. Sin embargo, esta tarea no será fácil en tanto que estemos ante las ciencias matemáticas, naturales o sociales. En especial, en las ciencias sociales donde es mucho más complejo y poco probable realizar un experimento o repetir una conducta social, como si es posible realizar un experimento en un laboratorio en el caso de las ciencias naturales. Por lo que al estar ante fenómenos que probablemente no podrán ser repetidos, la interpretación del fenómeno social, presentará una carga importante de la cultura, paradigmas o filosofía del “investigador social” (también de sus sentimientos positivos o de sus prejuicios). Una mayor información sobre la ciencia, incluso un manual metodológico del investigador científico se puede revisar en la biblioteca virtual de la Universidad de Málaga: <http://www.eumed.net/libros/2010e/816/ESTRUCTURA%20DE%20LA%20CIENCIA.htm>.

El enfoque de investigación es deductivo e inductivo, toma aspectos probabilísticos, funcionales y genéticos (23). La estrategia de investigación se basa principalmente en la teoría fundamentada, si bien se complementa con el estudio de casos o muestras de análisis. El horizonte de tiempo es longitudinal y transversal. El método de colección de datos es de datos secundarios y muestreos. Los métodos de análisis de datos que se aplican son cuantitativos y cualitativos.

## 2.2. Antecedentes de la investigación.

Entre los antecedentes de la investigación pueden citarse trabajos de tesis, así como informes de gobierno corporativo.

### 2.2.1. Trabajos de tesis:

Se puede citar como antecedentes los trabajos de tesis en los siguientes rubros:

- a) Informalidad de las MYPES (24).
- b) Riesgos en el sistema financiero bancario por parte de las MYPES (25).
- c) Barreras legales para el acceso de las MYPES para acceder al mercado de capitales (26).

Ninguno de dichos trabajos se enfoca en la reducción del riesgo financiero de las MIPYMES, ni plantea un modelo de emisión de instrumentos financieros por parte de las mismas.

---

(23) Ernest Nagel, en su libro "La Estructura de la Ciencia" plantea cuatro modelos o tipos de explicaciones científicas: i) el modelo deductivo, ii) las explicaciones probabilísticas, iii) las explicaciones funcionales o teleológicas, y iv) las explicaciones genéticas. Un resumen del tema se puede revisar en <http://es.scribd.com/doc/54696252/Resumen-Nagel-Ernest-1981>.

(24) Un resumen de los trabajos sobre la Informalidad de las MYPES, se presenta a continuación:

- Tesis: "La informalidad en el proceso de desarrollo de las micro y pequeñas empresas textiles y de confecciones de Gamarra frente a la normatividad jurídica vigente". Tesis para optar el grado académico de Magister en Derecho. (...)

(...) Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** Daniel Demetrio Morán Salazar. **Año:** 2003 **Palabras clave:** microempresas – financiación.

**Resumen:** El autor considera que los factores causantes de la obstrucción al desarrollo de la micro y pequeña empresa textil son: el privilegio estatal al gran capital extranjero y nacional; el desempleo y el subempleo; el centralismo; falta de acceso a tecnología; ausencia de servicios de información; de capacitación empresarial; de asesoría y financiamiento; de insumos de calidad; y de mercados internos y externos.

- **Tesis:** “¿Existe inadecuación de la legislación referente a las MYPES con respecto a la problemática de su informalidad?” Tesis para optar el grado académico de Magíster en Derecho, con mención en Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** Jorge Augusto Castillo y Castillo. **Año:** 2008. **Palabras clave:** microempresas – financiación.

**Resumen:** El autor plantea que el tema de las micro empresas la cuestión esencial es la informalidad, que revela a través de las cifras proporcionadas por el propio Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, que sólo un 9% de las microempresas del país es formal, alcanzando el universo de trabajadores visibles, esto es, de los que aparecen formalmente como dependientes en materia de trabajo, solamente un 5%, y que las consecuencias de estos indicadores son catastróficas desde el punto de vista social y económico.

(25) Un resumen de los trabajos sobre riesgos en el sistema financiero bancario por parte de las MYPES, se presenta a continuación:

- **Tesis:** “El financiamiento como estrategia de desarrollo para la mediana empresa para Lima Metropolitana”. Tesis para optar el grado académico de magíster en Administración. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** Marco Antonio Vargas Pacheco. **Año:** 2005. **Palabras clave:** microempresas – financiación – Lima Metropolitana.

**Resumen:** El autor plantea como problema principal las dificultades que tienen las empresas para acceder al sistema financiero y presenta como hipótesis que son muchos los requisitos exigidos para que las microempresas puedan acceder al sistema financiero, especialmente en el aspecto referido a las garantías. El autor concluye que entre las principales dificultades que las instituciones financieras deben superar están: i) la necesidad de adecuar parte de su estructura administrativa, ii) la capacitación especializada del personal, iii) el balance de la relación costo/beneficio haciéndola más equitativa para ambas partes (empresas e instituciones financieras), y v) un compromiso de real cambio de las instituciones financieras.

- **Tesis:** “El comportamiento de la economía y la gestión de riesgos de los intermediarios financieros bancarios: caso Perú 2001 – 2006”. Tesis para optar el grado académico de Magíster en Banca y Finanzas. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** José Saldaña Tovar. **Año:** 2009. **Palabras clave:** microempresas – financiación.

**Resumen:** El autor considera como hipótesis principal que el comportamiento económico del país condiciona la gestión de riesgos de los intermediarios financieros del país. El autor concluye que “el sistema bancario nacional se encuentra altamente concentrado, característica que proyecta una señal de vulnerabilidad o riesgo bajo un escenario de mercados globalizados. En el sistema bancario existen cuatro bancos, que concentran el 80% de las operaciones activas y pasivas, dándole la configuración de un mercado oligopólico, cuyo funcionamiento genera distorsiones, que se reflejan explícitamente en el proceso de intermediación”.

- **Tesis:** “Análisis de la disciplina de mercado en el sistema financiero peruano (1997 – 2004)”. Tesis para optar el grado académico de Magíster en Contabilidad, con mención en Banca y Finanzas. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** Fredy Vicente Salazar Sandoval. **Año:** 2008. **Palabras clave:** microempresas – financiación. (...)



### 2.2.1. Informes de Gobierno Corporativo:

Luego de la crisis asiática de 1997, se buscan propuestas para recuperar la confianza de los inversionistas. La respuesta a dicha búsqueda, recae entonces, en la preocupación por prácticas de buen gobierno corporativo. En tal sentido, se tienen, entre otros, los siguientes informes (27):

#### a) Anteriores a la crisis asiática:

- Informe Cadbury de 1992 – Reino Unido.
- Informe Greenbury de 1995 – Reino Unido.
- Informe Vienot I de 1995 – Francia.

---

(...)

**Resumen:** El autor plantea como hipótesis que los depositantes del sistema bancario peruano, disciplinan a los bancos que asumen mayores riesgos a través del retiro de sus depósitos o la exigencia de tasas de interés más elevadas, y que los depositantes que ejercen mayor disciplina de mercado en el sistema bancario peruano son aquellos que mantienen depósitos bancarios no asegurados. El autor describe el concepto de disciplina de mercado, como *“aquella situación en la cual los depositantes que mantienen recursos en el sistema bancario toman un conjunto de acciones preventivas (o de castigo) con el fin de minimizar los costos que podrían enfrentar como consecuencia del incremento del riesgo bancario”*, y concluye que los depositantes del sistema bancario peruano disciplinan a los bancos más riesgosos a través de la exigencia de tasas de interés mas elevadas por sus depósitos.

(26) Un resumen de los trabajos sobre las barreras legales para el acceso de las MYPES para acceder al mercado de capitales, se presenta a continuación:

- **Tesis:** *“Financiamiento de las pequeñas empresas en el mercado primario de Valores”*. Tesis para optar el título profesional de abogado. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. **Autor:** Vladimir Rodríguez Cairo. **Año:** 2009. **Palabras clave:** microempresas – financiación.

**Resumen:** El autor plantea como problema las restricciones legales para acceder a los mercados de capitales por parte de las pequeñas empresas. El autor considera que se deben quitar requisitos para acceder, como por ejemplo, no se debe exigir a las empresas que contraten a un estructurador de la operación, colocador, clasificadoras de riesgo, entre otros porque hace que los costos aumenten.

b) Posteriores a la crisis asiática:

- Código de Buen Gobierno Informe Olivencia de 1998 – España.
- Informe Vienot II de 1999 – Francia.
- Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE – Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico de 1999.
- Informe Aldama de 2003 – España.
- Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE del 2004.

Tomando como referencia los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE del 2004, destacan los siguientes aspectos:

- ✓ Se debe garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo que promueva la transparencia y la eficacia de los mercados (28).
- ✓ El marco para el gobierno corporativo deberá amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas (29).
- ✓ Se debe garantizar un trato equitativo para los accionistas, incluidos minoritarios y extranjeros (30).
- ✓ Se deberá reconocer los derechos de las partes interesadas y fomentar la cooperación activa entre las sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, así como facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero (31).
- ✓ Se deberá garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales (importantes) relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa (32).
- ✓ Se deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo (Directorio) y su responsabilidad frente a la empresa y los accionistas (33).

Por su parte, el Perú, en julio de 2002, aprobó los Principios de Buen Gobierno para las sociedades peruanas, en especial, para las cotizadas en mecanismos centralizados de negociación, la Bolsa de Valores de Lima (33<sup>a</sup>).

### 2.3. Bases teóricas.

En las bases teóricas se analizan los aspectos vinculados a los mercados financieros, la gestión de inversiones, los mecanismos de transparencia para reducir el riesgo, la emisión de valores, así como la “constitución económica” y la regulación de mercados. Aspectos todos vinculados al mercado de valores, en perspectiva a permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES.

---

(27) Se puede ver mayor información en: <http://www.apostadigital.com/revistav3/hemeroteca/sanjuan2.pdf>.

(28) Implica que el marco del gobierno corporativo considere su impacto en los resultados globales de la economía, así como el fomento de la transparencia y eficacia en los mercados.

(29) Entre los derechos fundamentales de los accionistas destaca la posibilidad de obtener información relevante y sustantiva sobre la sociedad de forma puntual y periódica. En el caso de los inversionistas institucionales, se sugiere que revelen sus políticas generales en materia de gobierno corporativo, así como su política para gestionar los conflictos de intereses.

(30) Destaca el hecho que los accionistas minoritarios deben ser protegidos respecto a los accionistas que tienen el control ejecutivo de la empresa. Todos los inversores deben poder tener acceso a la información. Se prohíben las prácticas de uso de información privilegiada. Los miembros del Consejo (Directorio) y directivos deben poner de manifiesto cualquier interés que tengan con terceros en el ámbito de los negocios que realizan con la sociedad.

(31) Se exige el respeto de los derechos de las partes interesadas, que estén establecidos por ley o acuerdos.

(32) Los canales para distribuir la información deben garantizar un acceso a todos, así como promover un análisis complementario por parte analistas, calificadoras de riesgo, entre otros.

(33) El Consejo (Directorio) deberá velar por las prácticas de gobierno de la sociedad, la gestión de potenciales conflictos de interés, garantizar la integridad de sistemas de información, así como considerar la posibilidad de designar consejeros independientes, no ejecutivos.

(33a) Se puede ver un mayor detalle en [http://www.bvl.com.pe/descarga/principios\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.bvl.com.pe/descarga/principios_buen_gobierno.pdf).

### 2.3.1.Mercados financieros:

#### Mercado:

Un mercado representa el encuentro de ofertantes y demandantes (34). Puede haber tantos mercados como productos o servicios. La herramienta para vincularse en el mercado es el contrato, así seguridad económica y seguridad jurídica se convierten en las dos caras de una misma moneda.

Desde un punto de vista jurídico, un contrato es un acto jurídico, es un acuerdo de voluntades, con efectos legales, sobre un objeto de contenido patrimonial. Este acuerdo entre las partes genera relaciones jurídicas, por las cuales se intercambian atribuciones patrimoniales equivalentes. En tal sentido, habrá un deudor y un acreedor de las prestaciones a las cuales las partes se han obligado.

Desde un punto de vista contable - financiero, un contrato, relativo a un instrumento financiero, es aquel que para una parte genera un activo financiero y para la otra parte un pasivo financiero.

---

(34) Los mercados pueden presentar diferentes estructuras:

- Desde la perspectiva de la oferta encontramos:
  - ✓ Monopolios: cuando hay un único ofertante.
  - ✓ Competencia monopolística: cuando hay más de un ofertante, pero uno de ellos concentra la mayor cuota de mercado.
  - ✓ Oligopolios: cuando hay pocos ofertantes.
- Desde la perspectiva de la demanda, encontramos:
  - ✓ Monopsonios: cuando hay un único demandante.
  - ✓ Oligopsonios: cuando hay pocos demandantes.

Cuando hay una gran cantidad de ofertantes y demandantes, nos encontramos ante una situación de “competencia perfecta”, donde ninguno de los ofertantes o demandantes puede influir en el precio. Sin embargo, la competencia perfecta es un ideal, en la medida en que los ofertantes y demandantes suelen ser limitados, en especial en mercados pequeños y emergentes como el nuestro.

Desde una perspectiva económica - financiera, un contrato, de un instrumento financiero, presenta dos tipos de decisiones, para unos será una decisión de financiamiento, si mediante la emisión del instrumento financiero se obtiene capital, y por otro lado, representa una decisión de inversión, esto es, tomar la decisión de destinar recursos para adquirir el instrumento financiero.

En la actualidad, el principal inversionista del mercado de capitales peruano está representado por las Administradoras de Fondos de Pensiones, es decir, por todos los trabajadores que aportan al sistema. Por lo que en caso de emitirse valores, si estos no son destinados para que puedan ser adquiridos por las AFPs, el instrumento financiero difícilmente será exitoso. A julio de 2012 el sistema privado de pensiones supera los S/. 89 mil millones de soles (35). A octubre del 2012 se superaba los S/. 94 mil millones de soles, como se puede apreciar en el siguiente cuadro, por cartera administrada:

Cuadro N° 01: Cartera administrada AFPs octubre 2012:

II. TOTAL CARTERA ADMINISTRADA (Mill. S/.)	Al 28 de Septiembre	Al 5 de Octubre	Al 12 de Octubre	Al 19 de Octubre
Cartera Administrada	93 275	93 892	93 461	94 071
Fondo de Pensiones	92 353	92 968	92 542	93 145
Encaje	921	924	919	926

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs. Boletín semanal del sistema privado de pensiones, año 2012, n° 42, semana del 15 al 19 de octubre.

### Mercados financieros:

Los mercados financieros corresponden al encuentro de ofertantes y demandantes de productos o activos o instrumentos financieros.

Los mercados financieros se relacionan con la economía, entre otros, en los siguientes aspectos:

- ✓ Distribución temporal: corto, mediano, largo plazo.
- ✓ Asignación de riesgo.
- ✓ Separación de la propiedad y la gestión (problemas de agencia: conflictos de intereses entre los directivos y los accionistas).

---

(35) Los principales indicadores del Sistema Privado de Pensiones se puede ver en:

<http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=38#>.

Cabe destacar, en lo que corresponde a la distribución temporal, que los fondos de pensiones, en general, son de largo de plazo. En lo que corresponde a la asignación de riesgo, se puede apreciar en el siguiente cuadro la conformación de los fondos de pensiones, en atención a los fondos 1, 2 y 3:

Cuadro N° 02: Cartera administrada AFPs por instrumento:

III. CARTERA ADMINISTRADA POR INSTRUMENTO (%)	Fondo Tipo 1	Fondo Tipo 2	Fondo Tipo 3	Total
<b>Al 19 de Octubre</b>				
<b>Cartera Administrada (millones de nuevos soles)</b>	<b>10 164</b>	<b>64 890</b>	<b>19 017</b>	<b>94 071</b>
<b>Inversiones Locales</b>	79.9	72.2	67.1	72.0
Gobierno y BCRP	25.4	19.8	4.4	17.3
Sistema Financiero	25.0	18.1	16.8	18.5
Sistema no Financiero	21.8	24.3	40.0	27.2
Fondos de Inversión	0.6	3.9	3.4	3.5
Sociedades Titulizadoras	7.2	6.1	2.4	5.5
<b>Inversiones en el Exterior</b>	19.4	27.5	32.7	27.7
<b>Operaciones en Tránsito</b>	0.6	0.3	0.2	0.3

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs. Boletín semanal del sistema privado de pensiones, año 2012, n° 42, semana del 15 al 19 de octubre.

Entre las tendencias “recientes” de los mercados financieros, podemos encontrar:

- ✓ La globalización de los mercados financieros.
- ✓ Los procesos de titulización de activos.
- ✓ La “ingeniería financiera”, representada por operaciones cada vez más “complejas”.
- ✓ El soporte de las redes informáticas, que han permitido los procesos de globalización de mercados y operaciones financieras.

### Activos financieros:

Un activo o instrumento financiero a diferencia de un activo real es inmaterial, y representa un derecho sobre un activo real o sobre el patrimonio o los flujos futuros que genere el mismo (36).

Otra diferencia entre los activos reales y activos financieros, está dada porque los activos reales son utilizados para producir bienes y servicios; mientras que los activos financieros representan derechos sobre activos reales o sobre los ingresos generados por éstos (37).

### Características de los mercados financieros:

Los mercados financieros, en especial los que cuentan con “mecanismos centralizados de negociación”, como las Bolsas de Valores, presentan las siguientes características:

- ✓ Permiten la transferencia de fondos: de quienes tienen superávit hacia quienes tienen déficit de recursos.
- ✓ Permiten la redistribución del riesgo: en tanto que una emisión puede ser adquirida por diversos inversionistas, cada uno de ellos asumirá una cuota del riesgo en función a la proporción de los valores que adquiera.
- ✓ Determinan el precio y el rendimiento: se podrán tomar mejores decisiones en la medida en que se tenga una mayor información, respecto a los emisores y los valores emitidos.
- ✓ Proporcionan liquidez; en tanto haya más participantes habrá mayor liquidez.
- ✓ Reducen los costos de:
  - Búsqueda: dado que la información está centralizada.
  - Información: en la medida en que se remita información al mecanismo centralizado de negociación.

---

(36) Los activos financieros presentan las siguientes características:

- ✓ La **madurez** representa la vigencia del activo financiero, dada por la fecha de vencimiento.
- ✓ La **liquidez** representa la capacidad de intercambiarse, el activo más líquido va a ser el dinero.
- ✓ El **riesgo** representa la incertidumbre propia del futuro de sufrir un daño, por lo que el riesgo será permanente. El riesgo puede reducirse (con medidas de prevención o dispersión), trasladarse (como el caso de los seguros), pero no eliminarse.
- ✓ El **rendimiento** va a estar dado por el conjunto de ingresos que genera el instrumento financiero.
- ✓ La **retribución** va a estar dada por el valor de mercado del instrumento financiero, por lo que va a variar en función de la prima de riesgo que el mercado le aplique.
- ✓ La **divisibilidad** representa la posibilidad de fragmentar el valor sin que pierda su naturaleza de activo financiero.
- ✓ La **tributariedad** viene dada por el efecto tributario sobre el activo financiero.

(37) Una taxonomía de los activos financieros, los puede clasificar en:

- ✓ Valores de renta fija: durante un período de tiempo pagan un flujo de caja específico.
- ✓ Valores de renta variable: por ejemplo las acciones.
- ✓ Derivados: las rentas que generan dependen del valor de otros activos (subyacentes).

### Clasificación de los mercados financieros:

Los mercados financieros pueden ser clasificados de diferente manera, entre otras se pueden citar las siguientes (38):

- En función del plazo.
- En función de la entrega.
- En función de la emisión.
- En función de la obligación.
- En función del ámbito geográfico.
- En función del mecanismo centralizado de negociación.
- En función de la oferta.
- En función de su estructura.

---

(38) En función de:

- El plazo: i) Mercado de dinero: referido al corto plazo, usualmente hasta un año, ii) Mercado de capitales: referido al largo plazo, mayor a un año.
- La entrega: i) Mercado spot o al contado: el pago deberá realizarse de inmediato, o en un período corto de tiempo, usualmente máximo 3 días, ii) Mercado a plazo o a futuro: cuando el pago se va a realizar en el futuro cuando se liquide la operación.
- La emisión: i) Mercado primario: cuando es la primera emisión de un valor, ii) Mercado secundario: cuando se están negociando valores ya emitidos.
- La obligación: i) Mercado de deuda: cuando se trata de préstamos, ii) Mercado de acciones: cuando se trata de participaciones en el capital social de una empresa.
- El ámbito geográfico: i) Mercado local: cuando los valores se negocian dentro del país, ii) Mercado internacional: cuando los valores aluden a emisiones y emisores que corresponden a más de un país.
- El mecanismo centralizado de negociación: i) Mercado bursátil: cuando se negocia en una Bolsa de Valores, ii) Mercado extra bursátil: cuando se negocia fuera de Bolsa.
- La oferta: i) Oferta Pública: cuando la emisión de valores está dirigida al público en general, ii) Oferta Privada: cuando la emisión de valores está dirigida a inversionistas institucionales.
- Su estructura: i) Mercados de búsqueda directa, ii) Mercados de comisionistas (broker), iii) Mercados de mediadores (dealers), iv) Mercados de subastas.



### 2.3.2. Gestión de inversiones:

En el proceso de inversión, tenemos aspectos a considerar como la tolerancia y la aversión al riesgo por parte de los inversores (39):

- ✓ Tolerancia al riesgo: corresponde al deseo de aceptar mayor riesgo para conseguir mayor rentabilidad.
- ✓ Aversión al riesgo: corresponde a la disposición de no correr riesgos.

En el proceso de inversión, podemos encontrar las siguientes etapas:

- ✓ Asignación de activos.
- ✓ Selección de valores (entre los tipos de activos).
- ✓ Análisis del valor (de los títulos).

Entre los principales participantes, en los mercados financieros encontramos:

- ✓ Intermediarios financieros.
- ✓ Compañías gestoras de inversión, fondos de pensiones.
- ✓ Bancos de inversión.

En el Perú, el mayor inversionista está dado por los aportes de los trabajadores a sus fondos de pensiones. A julio de 2012 los Fondos de Pensiones privados superan los S/. 89 mil millones de soles. A octubre superaban los 94 mil millones de soles.

---

(39) Entre los tipos de inversores, podemos encontrar:

- ✓ Inversores particulares: personas naturales o jurídicas que deciden disponer de sus recursos excedentes para adquirir valores, pero que no disponen de recursos y experiencia técnica especializada al efecto.
- ✓ Inversores profesionales: como fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos, fondos de dotación (carteras gestionadas a beneficio de una entidad no lucrativa).

Entre los principales aspectos que implican restricciones para los inversores (40), encontramos los siguientes:

- ✓ Liquidez: que es la capacidad de un activo para intercambiarse.
- ✓ Horizonte inversor: que corresponde a la fecha prevista para la liquidación de los activos.
- ✓ Normativa: que corresponde a las responsabilidades y límites que asumen los inversionistas profesionales en sus reglamentos.
- ✓ Consideraciones fiscales: que deben tenerse presente para no distorsionar la evaluación.
- ✓ Necesidades únicas: que son propias de cada inversor.

Luego de determinados los objetivos y las restricciones, se formulan las políticas de inversión, y se determinan la proporción de los valores que van a conformar la cartera (41). Dado que los valores cambian continuamente, se requiere:

- ✓ controlar el movimiento de la cartera, y,
- ✓ revisar la conformación de la cartera,

(40) Entre los diferentes tipos de riesgo, que pueden afrontar los inversores pueden citarse los siguientes.

- ✓ Riesgo de mercado: implica que el comportamiento del mercado afecta la decisión de inversión. También se suele dividir el riesgo de mercado en riesgo de tipo de cambio y riesgo de tasa de interés.
- ✓ Riesgo de poder adquisitivo: también conocido como “riesgo de inflación”.
- ✓ Riesgo de interés: implica la variación en las tendencias de los tipos.
- ✓ Riesgo de coyuntura: vinculado al horizonte de tiempo personal para la inversión.
- ✓ Riesgo de liquidez: vinculado a la capacidad de intercambiarse de un valor.
- ✓ Riesgo político: en atención a que las decisiones políticas pueden afectar sus inversiones.
- ✓ Riesgo de entorno: hace referencia al riesgo que representan los acontecimientos locales / mundiales para los inversores.

(41) La cartera puede estar conformada por diferentes activos, tales como:

- ✓ Activos del mercado monetario.
- ✓ Valores de renta fija.
- ✓ Acciones.
- ✓ Acciones y bonos (fuera del ámbito local).
- ✓ Propiedad inmobiliaria.
- ✓ Metales preciosos.
- ✓ Otros bienes.

### 2.3.3. Mecanismos de transparencia de la información para reducir el riesgo:

La teoría del mercado eficiente señala que la eficiencia va a ser medida en función al conjunto de información que se disponga para la toma de decisiones por parte del inversionista (42). A mayor información, menor riesgo. A menor riesgo, mayor valor del instrumento financiero, debido a una tasa de descuento menor.

Se pueden encontrar mecanismos de transparencia de la información, desde el ámbito del mercado de valores, el ámbito societario y del Gobierno Corporativo.

#### Desde el ámbito de los mercados de valores:

La información que se presente deberá ser: i) veraz, ii) suficiente y iii) oportuna. Una vez recibida la información por Conasev, o la Bolsa, deberá ser puesta inmediatamente a disposición del público. Está prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado.

Entre los principales aspectos para garantizar la transparencia en el ámbito del mercado de valores, se pueden citar los siguientes:

- El registro público del mercado de valores (43).
- Los hechos de importancia (44).
- La memoria anual (45).
- Los estados financieros (46).

(42) Esta teoría señala tres formas de eficiencia, en atención a la información disponible:

- ✓ A) Forma débil de la eficiencia (información histórica de los precios)
- ✓ B) Forma semifuerte de la eficiencia (información que esté públicamente disponible)
- ✓ C) Forma fuerte de la eficiencia (incluye información disponible para el personal interno)

---

(43) Se inscriben en el registro público del mercado de valores:

- ✓ los valores,
- ✓ los programas de emisión de valores,
- ✓ los fondos mutuos,
- ✓ fondos de inversión y
- ✓ los participantes del mercado de valores

La finalidad del registro público es poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado. La información contenida en el Registro es de libre acceso al público. Toda persona tiene el derecho de solicitar copia simple o certificada, de los datos, informes y documentos que obran en el mismo. Por excepción, la Superintendencia del Mercado de Valores –SMV- (antes Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores –CONASEV), podrá resolver que se mantenga en reserva determinados documentos cuando:

- ✓ su divulgación contravenga normas legales expresas o
- ✓ cuando concurren circunstancias que permitan presumir fundadamente que la divulgación ocasionará perjuicio grave a los emisores o a terceros.

La Superintendencia del Mercado de Valores no podrá mantener en reserva la información que reciba como hechos de importancia, ni la información financiera.

(44) Existe obligación de informar los hechos de importancia a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado,

Se comunican los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre el emisor, el valor y la oferta que de éste se haga, Se debe divulgar los hechos en forma:

- ✓ veraz,
- ✓ suficiente y
- ✓ oportuna.

La información debe ser proporcionada y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo. La importancia de un hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor.

(45) Los emisores de valores tienen la obligación de presentar sus memorias anuales, que deberán estar a disposición de los tenedores de los valores en las sedes sociales de los emisores.

(46) Los emisores de valores tienen la obligación de presentar sus estados e indicadores financieros con una periodicidad no mayor al trimestre; y, deberán estar a disposición de los tenedores de los valores en la sede social del emisor.

### Desde el ámbito societario:

El principal mecanismo de transparencia en el ámbito societario está dado por la realización de juntas generales de accionistas, en las que informa a los accionistas de la gestión de la organización empresarial. Complementariamente, al ámbito societario, se deben tener presente las prácticas de “Buen Gobierno Corporativo” (47). También se le conoce con el término de “gobernanza”.

### Desde los Códigos de Buen Gobierno Corporativo:

Las prácticas de buen gobierno surgen con el objetivo de dotar a las sociedades de mayor transparencia. Originalmente, fue pensado para las sociedades que cotizan en bolsa, buscando proteger a los inversionistas, pero se recomienda que sean aplicadas por todas las compañías.

(47) En 1992 surge el Código de Mejores Prácticas de Gran Bretaña, el mismo que se conoció como Código Cadbury, debido a que fue Sir Adrian Cadbury quien presidió el Comité que lo elaboró. En la terminología inglesa a las prácticas de buen gobierno corporativo se le conoce como “corporate governance”.

Como referencia internacional, en España, con fecha 30 de junio de 1997 se constituyó formalmente la Comisión Especial para el Estudio de un Código de Ética de los Consejos de Administración, creada mediante acuerdo del Consejo de Ministros del Gobierno español del 28 de febrero de 1997.

La búsqueda de la transparencia en las corporaciones a través de las prácticas de buen gobierno, ha sido recogida en diversos documentos referidos a códigos de buen gobierno en países tales como Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Holanda, Italia, Portugal, España, Suecia, Reino Unido, Australia, Canadá, el Commonwealth, Hong Kong, India, Japón, Korea, México, Sud África y Estados Unidos.

La Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE) en la cumbre de Ministros de mayo de 1999, aprobó los principios para el Gobierno de las Sociedades, los mismos que en la actualidad constituyen una referencia obligada y que comprenden los siguientes aspectos: i) los derechos de los accionistas, ii) el tratamiento equitativo de los accionistas, iii) la función de los grupos de interés social en el gobierno de las sociedades, iv) la comunicación de la transparencia informativa, y v) las responsabilidades del Consejo o del Directorio

Entre los aspectos que resaltan en las prácticas de buen gobierno corporativo, pueden citarse:

- Una mayor preocupación por la función que cumple el Directorio (48).
- La participación de directores “independientes” (49).
- La conformación de los diferentes comités del Directorio (50).

(48) Entre otros aspectos que destacan en una mayor preocupación por la función que cumple el Directorio, destacan los siguientes:

- ✓ “Alineación” de intereses: La función del Directorio de supervisión de los funcionarios de la sociedad, con el objetivo de alinear los intereses de los accionistas con los intereses de los funcionarios de las compañías. Más aún cuando los inversionistas suelen estar desvinculados de la gestión.
- ✓ Independencia: Para que el Directorio pueda cumplir tal función es necesario que el mismo sea integrado por un número de directores independientes que respondan a características de prestigio profesional, que estén desvinculados de los funcionarios de la compañía así como de los accionistas significativos.
- ✓ Desvinculación de los mayoritarios: Los directores independientes deben estar desvinculados de los accionistas significativos para garantizar la objetividad y transparencia de la gestión, garantizando así el respeto a los derechos de todos los accionistas, ya sean mayoritarios o minoritarios.
- ✓ Directores no funcionarios: A efectos de poder cumplir una función de transparencia los directores independientes, es necesario que los mismos sean mayoría dentro del directorio respecto a los directores que son funcionarios de la compañía, porque de no ser así no sería posible que el directorio supervisase la gestión de los funcionarios.

(49) Entre los principales aspectos vinculados al Director Independiente, se deben resaltar los siguientes:

- ✓ El director debe cumplir con algunos requisitos para ser considerado “independiente”: i) no debe haber tenido una vinculación importante con la empresa, ii) deberá contar con condiciones de profesionalismo, capacidad y experiencia que represente un conocimiento del mercado dentro del cual se desempeñe, para poder así agregar valor con su presencia.
- ✓ La función del director independiente es transmitir transparencia a la organización a los ojos de los inversionistas. Se busca así que las decisiones en la gestión cuenten con una visión objetiva, equilibrada, entre las decisiones de los ejecutivos y la de los accionistas. Esto es, porque al estar los inversionistas interesados más en invertir en valores que en gestionar las compañías, las mismas terminan siendo dirigidas por los ejecutivos, cuyos intereses pudiesen entrar en conflicto con los intereses de los accionistas. Así, el director independiente cumple una función de supervisar la gestión de los ejecutivos en relación con los intereses de los accionistas.
- ✓ Una característica importante del director independiente es que no depende de los accionistas que controlan la compañía, ni forma parte de los ejecutivos que la gestionan. Así su función es la de dotar de equilibrio a los intereses que se presentan en el directorio. En el Perú no se ha regulado sobre la figura del “director independiente”, el mismo que se encuadra dentro de las prácticas del buen gobierno corporativo.

### 2.3.4. La emisión de valores:

#### 2.3.4.1. Los Títulos valores:

##### Concepto:

Los títulos valores representan o incorporan derechos patrimoniales, y están destinados a la circulación. Se pueden representar en valores materializados, mediante documentos físicos, y en valores desmaterializados, mediante anotaciones en cuenta, que corresponden a registros contables en la Caja de Valores y Liquidaciones - CAVALI.

La función económica de los títulos valores comprende, principalmente, promover la actividad económica y dar fluidez al tráfico comercial. También mediante los títulos valores se pueden realizar actividades de inversión, de cobertura y de especulación (51).

---

(50) Respecto al Directorio y sus comités, debe tenerse presente lo siguiente:

- ✓ Se sugiere que en caso que en caso que el se acumule el cargo de Presidente del Directorio con el de Gerente General, se adopten las medidas para reducir los riesgos que podría involucrar la acumulación de poder.
- ✓ El Secretario del Directorio debe cumplir una función de apoyo a los directores, debiendo ser su función la de garantizar la transparencia de la información y del accionar del Directorio así como de la legalidad de sus actos, por lo cual es necesario velar por su independencia.
- ✓ En caso de existir comisiones ejecutivas en el Directorio, es necesario que éste último esté al tanto de las decisiones adoptadas, así como que se refleje equilibrio en su composición con la participación de los directores independientes.
- ✓ Dentro del Directorio deben designarse comisiones conformadas exclusivamente por directores independientes respecto a temas tales como información y control contable por parte de la comisión de auditoría, selección de directores y altos funcionarios por la comisión de nombramientos, diseño de la política de retribuciones por la comisión de retribuciones, y, evaluación de la gestión por parte de la comisión de cumplimiento.
- ✓ Es necesario dotar a los directores de la información que requieran para preparar las sesiones del Directorio.
- ✓ Es conveniente que al menos una vez al año se evalúe el desempeño del propio directorio.
- ✓ La selección de los directores debe darse dentro de un procedimiento formal y transparente, en concordancia con la propuesta de la Comisión de Nombramientos.

Los títulos valores están expresados en unidades monetarias. En caso de diferencia en la referencia de la unidad monetaria se entenderá que su importe corresponde a la moneda nacional, si uno de los importes estuviera expresado en dicha moneda. En caso contrario, el documento no surtirá efectos cambiarios. Los importes que no consignent la unidad monetaria se entenderán que corresponden a la moneda nacional.

### Clasificación de Títulos valores:

Se tienen los siguientes títulos valores: letra de cambio, pagaré, factura conformada, cheque, certificados bancarios de moneda extranjera y moneda nacional, certificado de depósito, warrant, título de crédito hipotecario negociable, conocimiento de embarque, carta de porte y valores mobiliarios

En lo que corresponde a los valores mobiliarios, los mismos pueden ser clasificados en valores representativos de derechos de participación y valores representativos de deuda.

---

(51) Los principios que rigen los títulos valores son:

- ✓ La incorporación: implica que el derecho está contenido en el título, con la transferencia del documento se transfiere el derecho cartular, sin la presentación del documento no puede exigirse el cumplimiento de la obligación, y la destrucción del documento implica la pérdida del derecho.
- ✓ La literalidad: implica que el texto del documento determina los alcances y modalidad de los derechos y obligaciones contenidas en el título valor. El texto del documento determina los alcances y modalidad de los derechos y obligaciones contenidos en él, o en su caso, en hoja adherida a él. Cabe destacar, que el primero que utilice la hoja que se adhiera al título valor, cuando el documento original no alcanza para seguir haciendo anotaciones, deberá firmar en modo tal que comprenda dicha hoja y el documento al que se adhiere. En lo que atañe a las anotaciones en cuenta, los derechos y obligaciones que se establezcan con relación a los valores deberán ser inscritos en el registro de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores – CAVALI-.
- ✓ La autonomía: implica que cada uno de los sucesivos titulares resulta vinculado con el obligado de forma originaria, y no como un sucesor de quienes lo antecedieron.
- ✓ La legitimación activa y pasiva: la primera concierne a la posición para exigir el cumplimiento de la obligación o para transmitir el título, mientras que la segunda a la liberación del obligado mediante el cumplimiento de las prestaciones frente al legítimo poseedor aunque sea un titular aparente.



A su vez, los valores representativos de derechos de participación comprenden las acciones, los certificados de suscripción preferente, los certificados de participación en fondos mutuos de inversión y los valores emitidos con respaldo de patrimonios fideicometidos.

Por su parte, los valores representativos de deuda comprenden los bonos, los papeles comerciales, la letra hipotecaria, la cédula hipotecaria, el pagaré bancario, el certificado de depósito negociable y las obligaciones y bonos públicos.

#### 2.3.4.2. Los bonos.

De acuerdo a lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores, un bono es un valor representativo de deuda mayor a un año. El artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, señala que:

*“La oferta pública de valores de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos...”*

Mientras que las obligaciones a plazo mayor de un año sólo podrán emitirse mediante Bonos, las obligaciones de plazo no mayor a un año, sólo podrán emitirse mediante Papeles Comerciales. De otra parte, la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV-, antes denominada Comisión Nacional Supervisores de Empresas y Valores – CONASEV- podrá inscribir la emisión de Obligaciones distintas a Bonos y Papeles Comerciales, quedando autorizada para ello y para fijar sus condiciones y formalidades que deben ser observadas en su emisión, negociación, redención y rescate; así como para exceptuarlas de dichas condiciones. Cabe destacar que las Obligaciones que se emiten a perpetuidad tienen la naturaleza de Bonos.

Los valores representativos de Obligaciones incorporan una parte alícuota o alícuanta de un crédito colectivo concedido en favor del emisor, quien mediante su

emisión y colocación reconoce deudas en favor de sus tenedores (52). Cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Los valores que representan las Obligaciones pueden ser sólo nominativos o al portador. Las Obligaciones podrán ser emitidas en moneda nacional o extranjera, sujetas o no a reajustes o a índices de actualización constante u otros índices o reajustes permitidos por la ley. La rentabilidad que generen podrá consistir en intereses u otra clase de beneficios para el tenedor, como ganancias de capital, índices, reajustes, referencias a rentabilidad estructurada o combinaciones de éstos, según se señale en el contrato de emisión o texto del documento; los que se asimilarán para todos los fines de ley a los intereses, salvo disposición expresa distinta.

---

(52) Contenido: El documento del título valor deberá contener la denominación específica de la Obligación que representa, sea de Bono o Papel Comercial, señalando en su caso si se trata de una Obligación con plazo de hasta un año o mayor a un año. También, entre otros aspectos deberá contener:

- ✓ El lugar, fecha de su emisión y el número que le corresponde;
- ✓ El nombre y domicilio del emisor; y, en caso de ser una persona jurídica, su capital y los datos de su inscripción en el Registro Público;
- ✓ El importe nominal de cada Obligación y, en su caso, la indicación de estar sujeto a reajuste o actualización;
- ✓ La emisión y serie a la que pertenece;
- ✓ Los cupones de los intereses que generará y/o la indicación de la renta distinta ofrecida o no devengamiento de ésta ni de intereses;
- ✓ La fecha de la escritura pública del contrato de emisión y el nombre del Notario ante quien se otorgó, salvo que tenga autorización legal para prescindir de esta formalidad. En su caso, mención de la resolución que autoriza su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores expedida por la autoridad competente;
- ✓ El nombre del representante de los obligacionistas que se haya designado en el contrato de emisión; y, las garantías específicas que puedan respaldar la emisión o la serie;
- ✓ El número de Obligaciones que representa, de ser el caso;
- ✓ El vencimiento de la Obligación, que debe ser señalado a fecha fija o la indicación de que se trata de uno perpetuo; el modo y lugar de pago, tanto del capital como de los intereses y/o beneficios distintos que pueda redituar;
- ✓ El nombre del tomador en caso de ser nominativo o la indicación que se trata de un valor al portador; y
- ✓ La firma del emisor o de su representante autorizado.
- ✓ Las Obligaciones que se emitan dentro de los procesos de titulización de activos tendrán el contenido y formalidades que autorice o señale la CONASEV.

### Clases de Bonos:

Se pueden considerar la siguiente clasificación:

- ✓ Bonos corporativos: emitidos por empresas no financieras.
- ✓ Bonos subordinados: emitidos por empresas del sistema financiero.
- ✓ Bonos de arrendamiento financiero: tienen por objetivo obtener recursos para operaciones de arrendamiento financiero.
- ✓ Bonos cupón cero: no se paga un cupón, sino que se colocan debajo de la par, y que se redimen a su valor nominal.
- ✓ Bonos estructurados: vinculados al rendimiento de una canasta de acciones.

El emisor de Obligaciones llevará una matrícula de Obligaciones por cada emisión y serie, en la que se anotará la emisión y serie a la que corresponden, la clase de la Obligación, las transferencias, los canjes y desdoblamientos de títulos representativos de las Obligaciones y, en general, la constitución de derechos y gravámenes sobre los mismos. Facultativamente, el representante de los obligacionistas puede llevar copia de dicha matrícula.

La matrícula de Obligaciones se llevará en un libro especialmente abierto a dicho efecto o en hojas sueltas, debidamente legalizados, o mediante registro electrónico o en cualquier otra forma que permita la ley. Se podrán usar simultáneamente dos o más de los sistemas antes descritos; en tal caso, de haber discrepancia entre los registros, prevalecerá lo anotado en el libro o en las hojas sueltas, según corresponda.

Los emisores de Obligaciones con representación mediante anotación en cuenta no estarán obligados a llevar esta matrícula y las informaciones se anotarán en el registro de la respectiva Institución de Compensación y Liquidación de Valores, primando lo inscrito en este registro sobre cualquier otro.

### Valorización de un Bono:

El valor de un bono está representado por los flujos futuros, traídos al presente mediante una tasa de descuento, que representa el costo de oportunidad del inversionista.

A continuación unos ejemplos de valorización de un bono a 2 años (4 semestres), con cupones semestrales del 3.5%, con la devolución del principal (US\$ 10 mil) al finalizar el segundo año.

Al ser la tasa del cupón 3.5% semestral, el cupón semestral ofrecido es de US\$ 350, que viene dado:  $US\$ 10,000 * 0.035 = US\$ 350$ .

Se traen al valor presente los flujos generados por el bono, a una tasa de descuento, que es el costo de oportunidad del inversionista:

- Primer supuesto: el costo de oportunidad del inversionista es de 7% anual en dólares.

Se calcula la tasa semestral para traer al valor presente los flujos futuros del bono:  $(1+0.07)^{(1/2)} - 1 = 0.0344 = 3.44\%$

Cuadro N° 03: Ejemplo 1 de valorización de un bono.

Semestres	1	2	3	4
Intereses	350.00	350.00	350.00	350.00
Principal				10,000.00
Total	350.00	350.00	350.00	10,350.00
Tasa descuento $1/(1+0.0344)^n$	0.96674401	0.93459397	0.90351312	0.8734659
Valor presente	338.36	327.11	316.23	9,040.37
Total	10,022.07			

Fuente: elaboración propia.

Con lo cual el valor del bono es superior al valor nominal de US\$ 10 mil, por lo que cubre el costo de oportunidad del inversor.

- Segundo supuesto: el costo de oportunidad del inversionista es de 9% anual en dólares.

Se calcula la tasa semestral para traer al valor presente los flujos futuros del bono:  $(1+0.09)^{(1/2)} - 1 = 0.044 = 4.4\%$

Cuadro N° 04: Ejemplo 2 de valorización de un bono.

Semestres	1	2	3	4
Intereses	350.00	350.00	350.00	350.00
Principal				10,000.00
Total	350.00	350.00	350.00	10,350.00
Tasa de descuento	0.95785441	0.91748506	0.87881711	0.84177884
Valor presente	335.25	321.12	307.59	8,712.41
Total	9,676.37			

Fuente: elaboración propia.

Con lo cual el valor del bono es inferior al valor nominal de US\$ 10 mil, por lo que no cubre el costo de oportunidad del inversor.

Hay que apreciar que en el primer ejemplo sí se cubre el costo de oportunidad del inversionista, mientras que en el segundo no, en atención a que cada quien tiene un costo de oportunidad diferente. Esto implica, que un mismo instrumento financiero para uno puede ser adecuado mientras que no para otro.

### 2.3.6. La “constitución económica” y la regulación de mercados:

Entre los principales aspectos que comprenden la “*Constitución Económica*” pueden citarse los siguientes, como aspectos que desde el Estado se reconocen:

- La iniciativa privada y economía social de mercado (53).
- La estimulación de la creación de la riqueza (54).
- El pluralismo económico (55).
- La libre competencia (56).
- La libertad de contratar (57).

- La igualdad al tratamiento de la inversión (58).
  - La libre tenencia de moneda extranjera (59).
  - La defensa del interés de los consumidores y usuarios (60).
- 

(53) El artículo 58° de la Constitución Política del Perú reconoce que la iniciativa privada es libre y se ejerce en una economía social de mercado, que corresponde al Estado orientar el desarrollo del país, actuando principalmente en las áreas de promoción del empleo, salud, educación, servicios públicos e infraestructura.

(54) El artículo 59° de la Constitución Política del Perú reconoce que el Estado debe estimular la creación de riqueza, y en tal sentido, garantiza la libertad de trabajo y la libertad de empresa, comercio e industria. Debe destacarse que el ejercicio de estas libertades no debe ser lesivo a la moral, ni a la salud, ni a la seguridad pública. Asimismo, el Estado debe brindar oportunidades de superación, es especial a los sectores que sufren cualquier desigualdad. En tal sentido, promueve a las pequeñas empresas en todas sus modalidades.

(55) En el artículo 60° de la Constitución Política del Perú se reconoce por parte del Estado, el pluralismo económico. Precisándose que la economía nacional se sustenta en la coexistencia de diversas formas de propiedad y de empresa. Se destaca que sólo autorizado por ley expresa, el Estado puede realizar, subsidiariamente, actividad empresarial, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional. Se precisa que la actividad empresarial, pública o no pública, recibe el mismo tratamiento legal.

(56) El artículo 61° de la Constitución Política del Perú reconoce que el Estado facilita y vigila la libre competencia. En tal sentido, combate toda práctica que la limite, así como el abuso de posiciones dominantes o monopólicas. Complementariamente, se precisa que ninguna ley o concertación puede autorizar ni establecer monopolios.

(57) En el artículo 62° de la Constitución Política del Perú reconoce la libertad de contratar que garantiza que las partes puedan pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Precisa que los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase.

(58) En el artículo 63° de la Constitución Política del Perú se reconoce que la inversión nacional y la extranjera se sujetan a las mismas condiciones. Se precisa que la producción de bienes y servicios, así como el comercio son libres. Se destaca que si otro país o países adoptan medidas proteccionistas o discriminatorias que perjudiquen el interés nacional, el Estado puede en defensa de éste, adoptar medidas análogas.

(59) En el artículo 64° de la Constitución Política del Perú el Estado garantiza la libre tenencia y disposición de moneda extranjera.

(60) El artículo 65° de la Constitución Política del Perú reconoce que el Estado defiende el interés de los consumidores y usuarios. Se precisa que para tal efecto se garantiza el derecho a la información sobre los bienes y servicios que se encuentran a su disposición en el mercado. Destaca asimismo, que vela, en particular, por la salud y seguridad de la población.

### **CAPÍTULO III**

## **METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN**

En el ámbito de las ciencias sociales, dentro del cual se encuentran comprendidas las ciencias empresariales, resulta de aplicación la investigación cualitativa (61), lo que no implica que no pueda contener elementos cuantitativos (62). Pero claro está no se puede tratar de una investigación “cuantitativa” propia de las ciencias naturales, caracterizadas por la posibilidad de poder “repetir” en el laboratorio un fenómeno natural, tantas veces como se quiera, mediante un “experimento”.

---

(61) Entre las características de la investigación cualitativa pueden citarse:

- La realidad a estudiar varía de acuerdo a los individuos, grupos y culturas. En consecuencia, sí cambia de acuerdo a las observaciones y datos en función a los diferentes colectivos sociales.
- Se aplica la lógica inductiva que va de lo particular a lo general.

(62) Entre las características de la investigación cuantitativa pueden destacarse:

- La realidad a estudiar es externa al investigador y no cambia con las mediciones.
- Se aplica la lógica deductiva que va de lo general a lo particular.

La naturaleza de los fenómenos sociales hace que su “repetición” como un “experimento de laboratorio” no sea posible. Sin embargo, aquello no implica que los fenómenos sociales no puedan ser estudiados. Los pasos de su estudio en consecuencia serán los del proceso de una investigación cualitativa.

### **3.1. Revisión de la literatura:**

La revisión de la literatura ha comprendido fuentes primarias, secundarias y terciarias.

- Las fuentes primarias proveen evidencia directa sobre el tema de investigación, como datos estadísticos del mercado de valores y el sistema financiero.
- Las fuentes secundarias interpretan y analizan las fuentes primarias. En tal sentido, se revisarán publicaciones y libros sobre el mercado de capitales y el sistema financiero relacionadas con las MIPYMES.
- Las fuentes terciarias que contienen información que aluden a las fuentes secundarias.

### **3.2. Definición del alcance de investigación.**

El alcance de investigación comprende los aspectos temporal y espacial siguientes:

- En el ámbito espacial comprende el mercado de valores local y el sistema financiero local.
- En el ámbito temporal comprende el período 2011 – 2012.



### 3.3. Formulación de la hipótesis.

Las hipótesis responderán a los objetivos del trabajo de investigación:

#### Hipótesis general:

- H0: Si se aplican prácticas de Buen Gobierno Corporativo se puede permitir la inclusión social financieras de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero, durante el período 2011 - 2012.

#### Hipótesis específicas:

- H1: Si se promovieran prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las MIPYMES, se podría reducir el riesgo financiero de las mismas.
- H2: Si las MIPYMES pudiesen acceder al mercado de capitales, se promovería una reducción de las tasas de interés que tienen que asumir al acudir al sistema financiero.
- H3: Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (bonos) a emitirse por las MIPYMES, se promovería la participación de las MIPYMES en el mercado de capitales.
- H4: Si se promueve la emisión de bonos MIPYMES, dispersando el riesgo que representan en el mercado de capitales, se contribuiría a la inclusión social financiera de las MIPYMES.

### 3.4. Selección del diseño de investigación.

Estudio cualitativo, con diseño de investigación transversal y longitudinal:

- En el aspecto transversal comprenderá el mercado de capitales local y el sistema financiero local.
- En el ámbito longitudinal comprenderá los años 2011 y 2012.

## **CAPÍTULO IV**

### **RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

#### **4.1. Análisis, interpretación y resultados:**

Este apartado comprenderá los rubros de: el contexto macroeconómico y el mercado de capitales, la regulación y la inclusión financiera, las tasas de interés para MIPYMES, la oferta y demanda del mercado financiero de capitales, las características de las MIPYMES que impactan en el riesgo financiero, la información disponible de las MIPYMES en el sistema financiero, las tasas de interés en el mercado de capitales y la presencia de los inversores o consumidores “verdes”, la dispersa clasificación de las MIPYMES, los vacíos de la ley de MYPEs y los factores de promoción, así como los instrumentos financieros a emitir en el mercado de capitales, asociados a prácticas de transparencia de la información, para reducir el riesgo financiero. Estos aspectos serán tratados en atención a los tres aspectos fundamentales de las prácticas de buen gobierno corporativo que son: i) la existencia de una base de un marco eficaz para el gobierno corporativo que implica, entre otros aspectos, considerar los resultados

globales de la economía, la integridad de los mercados y la regulación, ii) la transparencia de la información respecto a los mercados y a los agentes económicos, que implica la posibilidad de obtener información relevante de los mismos, y iii) el papel de los grupos de interés, respecto a las actividades y organizaciones empresariales, en su actuación en el mercado y su impacto en la economía.

#### **4.1.1. El contexto macroeconómico y el mercado de capitales:**

##### El entorno internacional:

La presencia de crisis financieras ha sido una característica del entorno internacional de nuestro tiempo. Entre otros hitos de interés, se pueden citar la crisis asiática de 1997 (63), la crisis Rusa de 1998 (64), la crisis del Brasil en 1999 (65), la crisis argentina de los años 2001 y 2002 (66), la crisis “subprime” de las hipotecas en Estados Unidos entre el 2006 y el 2008 (67), y desde el 2010 a la actualidad la crisis europea (68). Por supuesto, las fechas son referenciales, porque las crisis financieras no tienen una fecha precisa de inicio y otra de fin, sino que suelen ser producto de un largo proceso de gestación e incubación de medidas y condiciones económicas que se van acumulando.

---

(63) La crisis asiática de 1997, que no fue advertida por las agencias clasificadoras de riesgo, se caracterizó por una fuerte depreciación de las monedas, pudiéndose citar los casos de Singapur y Tailandia que superaron el 50% anual; así como un fuerte decrecimiento del índice bursátil, por ejemplo, en los casos de Tailandia el 49% y Filipinas el 48%. Se puede ver mayor información en <http://www.uam.es/otroscentros/klein/doctras/doctras9802.PDF>.

(64) La crisis rusa de 1998 tuvo como contexto una caída del precio del petróleo, el antecedente de la crisis asiática, y con una infructuosa defensa del rublo, para mantener una banda cambiaria, se consumieron las reservas, por lo que fue necesario un rescate financiero por parte del FMI. Ver más información en <http://www.eumed.net/libros-gratis/2009c/599/La%20crisis%20financiera%20rusa%20de%201998.htm>.

(65) Entre 1998 y 1999 la moneda del Brasil, el real, se devaluó en más del 50%, dejándose la paridad cambiaria, que era insostenible, cuyo efecto fue una nueva crisis financiera, que impacto principalmente en los países del Mercosur. Ver más información en <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/cl-mm-macro/723.htm>.

En lo que respecto a la actual crisis europea, merece la pena resaltar la preocupación que muestran por la tasa de interés que tienen que asumir las deudas soberanas. Al respecto, la Agencia de Noticias AFP, desde París, según información publicada el 18 de julio de 2011, en el diario La Tribuna (69), resaltaba la preocupación de las altas tasas de interés de las deudas griega y española:

*“PARÍS, (AFP).- Los intereses para los títulos de la deuda de Grecia, Italia y España a 10 años alcanzaron nuevos récords desde la creación de la Eurozona, en un mercado escéptico sobre una solución de la crisis de la deuda.*

*Hacia las 14H00 GMT, los intereses a 10 años para los títulos griegos estaban en 17,727%, los de España en 6,250% y los de Italia en 5,909%, después de haber estado a más del 6%.*

*Estos intereses tan altos simbolizan la desconfianza de los inversores en los títulos de deuda de estos países, mientras los líderes europeos no logran convencer de su capacidad para encontrar una solución duradera para la crisis en la zona euro”.*

(66) El 2001 Argentina cae en incumplimiento de pago de su deuda, se pierde la paridad de la moneda local al dólar, que era insostenible, se dispone un “corralito financiero”, para impedir la “salida” de dólares del sistema financiero, por parte del público. Todo lo cual trae como consecuencia la salida del Presidente De La Rúa. Ver más información en [http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0717-68212003012100049](http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0717-68212003012100049).

(67) La crisis “subprime” de los Estados Unidos, que correspondía a las hipotecas otorgadas a personas con riesgo de incumplimiento, asociadas a nuevos activos financieros (conocidos posteriormente como “activos tóxicos”), tuvo su punto culminante con el estallido de la “burbuja inmobiliaria”, que trajo como consecuencia una crisis a nivel global. Ver más información en <http://perueconomico.com/ediciones/7-2007-oct/articulos/77-la-crisis-de-los-subprime>.

(68) Europa no fue ajena a la adquisición de los “activos tóxicos” de la crisis “subprime” de los Estados Unidos, lo que se sumo al estallido de su propia burbuja inmobiliaria, todo lo que se traslado a una crisis de deuda soberana. Lo que ha desatado una crisis social en Europa. Ver más información en <http://elcomercio.pe/tag/145529/crisis-en-europa>.

(69) Mayor información en: <http://www.latribuna.hn/2011/07/18/tasas-de-interes-de-las-deudas-publicas-de-espanoles-griegos-e-italianos-marcan-records/>

Por su parte, el portal web de la BBC (70) resaltaba, el 28 de octubre de 2011, la tasa de interés de los bonos italianos, en un contexto de crisis de la Eurozona:

*“Nuevos anuncios negativos para la economía se conocieron en Italia dos días después del plan anunciado por los líderes de la Eurozona para intentar dejar atrás la crisis de deuda soberana que afecta al bloque.*

*En Italia las tasas de interés que los mercados cobran al gobierno por sus bonos a 10 años subieron por encima del 6% por primera vez desde la adopción del euro”.*

A su vez, la agencia de calificación Fitch Ratings mostraba su preocupación para que las tasas de interés no superaran el 7%. Al respecto, el 11 de enero de 2012 aparecía en el portal de El Comercio (71) la siguiente noticia:

*“**Frankfurt (Reuters).** El Banco Central Europeo (BCE) debería intensificar sus compras de deuda de la Zona Euro en problemas para respaldar a Italia y evitar un “cataclismo” del euro, anunció hoy David Riley, jefe de calificaciones soberanas de la agencia Fitch Ratings. (...) “¿Porqué el BCE no ha salido a decir: “vamos a contener las tasas de interés”, diciendo “no vamos a permitir que las tasas de interés excedan el límite del 7 por ciento”? ¿Porqué no convertir al FEEF en un banco para que pueda pedirle prestado al BCE para que no tenga que ir al mercado?”, agregó”.*

Nótese como las “altas” tasas de interés que tiene que asumir las deudas soberanas de diversos países europeos, que en el caso de las deudas italiana y española supera el 6%, y el 17% en el caso de Grecia, en un contexto de crisis financiera, contrastan frente a un contexto de “crecimiento económico” a nivel local, con las tasas de interés promedio, a enero del 2012, del sistema financiera peruano de 23% para pequeñas empresas, 33% en microempresas y 38% en consumo, como se aprecia en el siguiente cuadro de tasas de interés promedio anual que publica en su portal web la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs:

---

(70) Mayor información en: [http://www.bbc.co.uk/mundo/ultimas\\_noticias/2011/10/111028\\_ulnnot\\_economia\\_malas\\_cifras.shtml](http://www.bbc.co.uk/mundo/ultimas_noticias/2011/10/111028_ulnnot_economia_malas_cifras.shtml)

(71) Mayor información en: <http://elcomercio.pe/economia/1359570/noticia-euro-morira-si-italia-no-supera-crisis-que-agobia-dice-fitch>.

Cuadro N° 05: Tasas de interés activas anuales

TASA DE INTERÉS PROMEDIO		
(Activas Anuales por Tipo de Crédito al 10/01/2012)		
Tipo de crédito	Moneda Nacional	Moneda Extranjera
Pequeñas empresas	22.92%	16.09%
Microempresas	32.95%	19.89%
Consumo	38.28%	22.37%
Hipotecario	9.37%	8.26%

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, según información de su portal web al 10/01/2012.

A la segunda semana de enero de 2012 la región europea las tasas de interés mostraban una tendencia a la baja, al menos en lo que corresponde a la deuda española. Así, informaba el portal de ABC (72), con Reuters:

*“El Tesoro español ha adjudicado hoy 9.986 millones de euros en bonos (a 3, 4 y 5 años), **casi el doble de los 5.000 millones previstos**, con menores intereses que en anteriores emisiones de estas características y una **fuerte demanda** de las entidades, que ha superado los 18.700 millones de euros.*

*(...) En la subasta se han adjudicado 4.271,77 millones de euros a tres años con **un interés marginal del 3,576%**, frente a una demanda que ha superado los 7.600 millones de euros.*

*En **bonos a cuatro años** se han colocado 2.503 millones de euros al 3,883%, por debajo del 4,891% de la anterior subasta de este plazo, y la demanda de las entidades ha alcanzado los 5.532 millones.*

*A un **plazo de cinco años** se han adjudicado 3.211 millones de euros al 3,949 %, una rentabilidad inferior al 4,885 % precedente”.*

Como referencia puede indicarse que la deuda peruana, según información al 12 de enero de 2012, del portal del Ministerio de Economía y Finanzas, según reporte de deuda pública al 30 de setiembre de 2011, la mayor tasa equivalente en US\$ alcanzaba el 7,52% como se aprecia en el siguiente cuadro:

---

(72) <http://www.abc.es/20120112/economia/abci-tesoro-millones-aprueba-rajoy-201201121052.html> Fecha de revisión: 12/01/2012.

Cuadro N° 06: Saldo de deuda (publica) bruta a setiembre 2011						
Categoría	Saldo adeudado (US\$ Mill)	Valor Razonable (US\$ Mill)	Vida Media (años)	Duración (años)	Reprecio medio (años)	Tasa equivalente en US\$ (%)
<b>Mercado</b>	<b>20,014</b>	<b>21,144</b>	<b>16.34</b>	<b>9.38</b>	<b>16.3</b>	<b>5.59</b>
B. Globales	9,394	11,850	17.26	9.22	17.26	7.52
B. Soberanos	10,418	9,068	15.70	9.68	15.7	3.83
Otros bonos	202	226	7.14	5.55	3.16	6.67
<b>No Mercado</b>	<b>14,580</b>	<b>11,652</b>	<b>7.19</b>	<b>5.48</b>	<b>4.07</b>	<b>3.49</b>
Club París	2,575	2,460	6.97	5.3	6.97	3.48
Multilaterales	7,957	7,754	6.91	5.45	2.2	3.61
Proveedores	38	34	4.36	3.84	4.15	4.85
Otros	4,010	1,404	9.08	6.36	8.89	2.88
<b>Total</b>	<b>34,594</b>	<b>32,796</b>	<b>12.89</b>	<b>7.99</b>	<b>11.69</b>	<b>4.80</b>

Fuente: Reporte trimestral deuda pública al 30/09/11, según información de su portal web MEF al 12/01/2012.

Para Carlos Parodi Trece (2011), las crisis financieras aluden a un “*rápido proceso de desintermediación financiera*”, y se caracterizan por una huida por parte de los inversionistas de los activos más riesgos, hacia activos considerados más seguros (73).

#### El entorno macro económico:

Contrariamente al contexto de las crisis financieras internacionales, el entorno macroeconómico local, ha presentado una evolución positiva que ha permitido el desarrollo empresarial, lo que puede apreciarse en 4 variables principales: la inflación, el tipo de cambio, el producto bruto interno (PBI) y las reservas internacionales; no así en el caso de las tasas de interés, en especial de aquellas que tienen que asumir las MIPYMES como costo de financiamiento. Este contexto local, como se apreciará más adelante, del control de la inflación, la apreciación de la moneda, la evolución del PBI, el crecimiento de las reservas internacionales brindan un marco adecuado, en el aspecto económico, para la promoción del desarrollo del mercado de capitales y de las prácticas de buen gobierno corporativo.

---

(73) Parodi Trece, Carlos. La primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Universidad del Pacífico, Lima, 2011, p. 35.

### i) La inflación:

El control de la inflación ha sido una de las principales preocupación de la autoridad monetaria, Banco Central de Reserva del Perú, luego de la crisis hiperinflacionaria de las décadas de los años 80 y 90.

En el siguiente cuadro se aprecia la inflación anual y su variación porcentual de un año a otro.

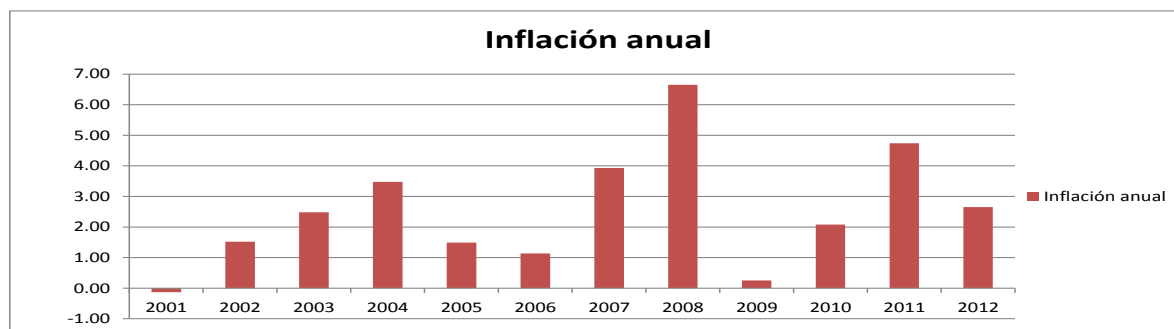
Cuadro N° 07: Inflación anualizada.

Año	Inflación anual	% Variación
2001	-0.13	
2002	1.52	-1,269.23
2003	2.48	63.16
2004	3.48	40.32
2005	1.49	-57.18
2006	1.14	-23.49
2007	3.93	244.74
2008	6.65	69.21
2009	0.25	-96.24
2010	2.08	732.00
2011	4.74	127.88
2012	2.65	-44.09

Fuente: Elaboración propia con datos del INEI, <http://www.inei.gob.pe/> y del Banco Central de Reserva del Perú.

Una gráfica de la evolución de la inflación se puede apreciar en el siguiente cuadro, en el cual se destaca que los picos se han presentado en el año 2008 y en el 2011.

Gráfico N° 01: Inflación anual.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEI, <http://www.inei.gob.pe/> y BCRP.



b) El tipo de cambio:

El tipo de cambio en los últimos años muestra una apreciación del sol frente al dólar, como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

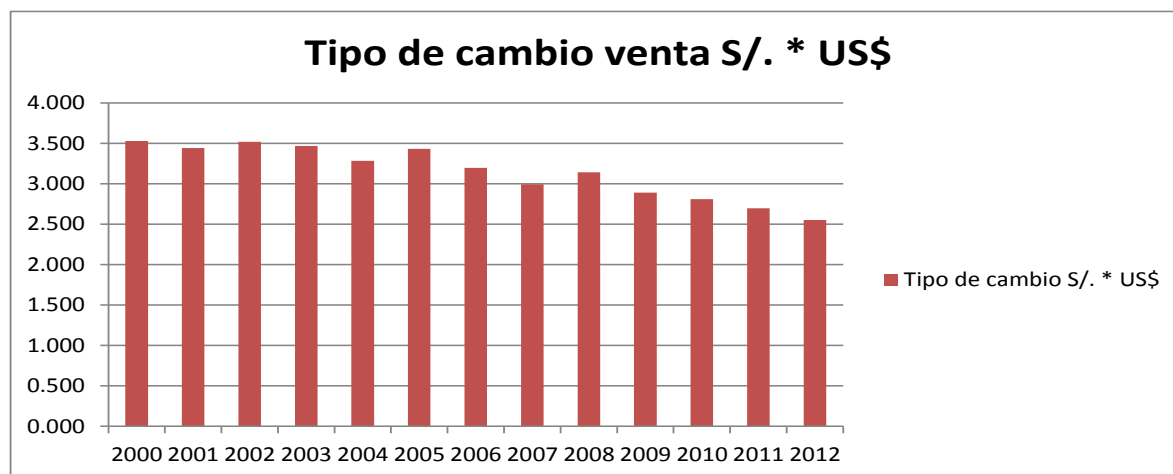
Cuadro N° 08: Variación tipo de cambio (venta).

Fecha	Año	Tipo de cambio S/. * US\$	Variación %
31/12/2000	2000	3.527	
28/12/2001	2001	3.441	-2.44
31/12/2002	2002	3.517	2.21
31/12/2003	2003	3.467	-1.42
31/12/2004	2004	3.282	-5.34
31/12/2005	2005	3.431	4.54
30/12/2006	2006	3.197	-6.82
29/12/2007	2007	2.994	-6.35
31/12/2008	2008	3.140	4.88
31/12/2009	2009	2.891	-7.93
31/12/2010	2010	2.809	-2.84
31/12/2011	2011	2.697	-3.99
31/12/2012	2012	2.551	-5.41

Fuente: Elaboración propia con datos de [www.sunat.gob.pe](http://www.sunat.gob.pe).

La tendencia de la baja del tipo de cambio se puede apreciar en el siguiente cuadro:

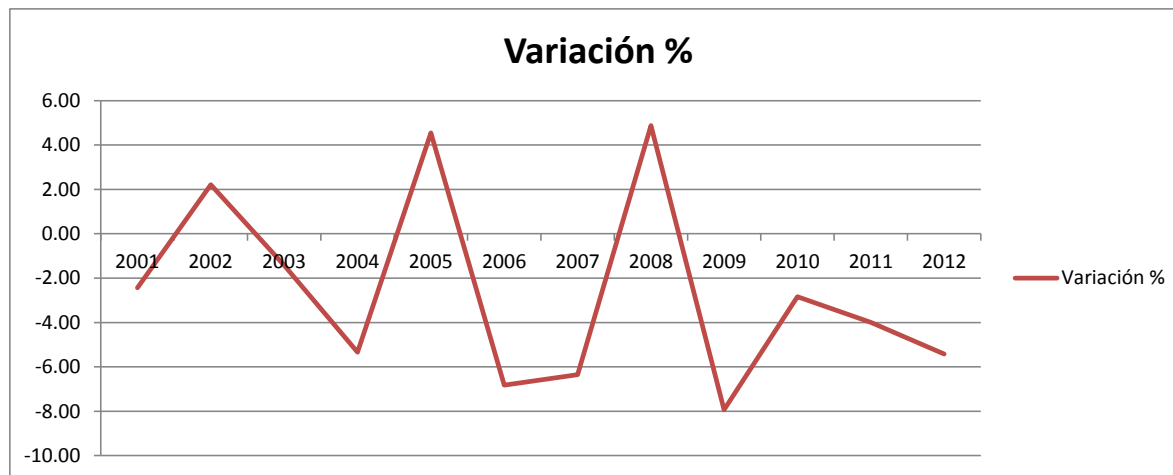
Gráfico N° 02: Tipo de cambio.



Fuente: Elaboración propia con datos de [www.sunat.gob.pe](http://www.sunat.gob.pe).

La evolución de las variaciones porcentuales del tipo de cambio se aprecia en el siguiente cuadro:

Gráfico N° 03: Variación del tipo de cambio.



Fuente: Elaboración propia con datos de [www.sunat.gob.pe](http://www.sunat.gob.pe).

c) El producto bruto interno:

El crecimiento del PBI se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 09: Crecimiento del PBI.

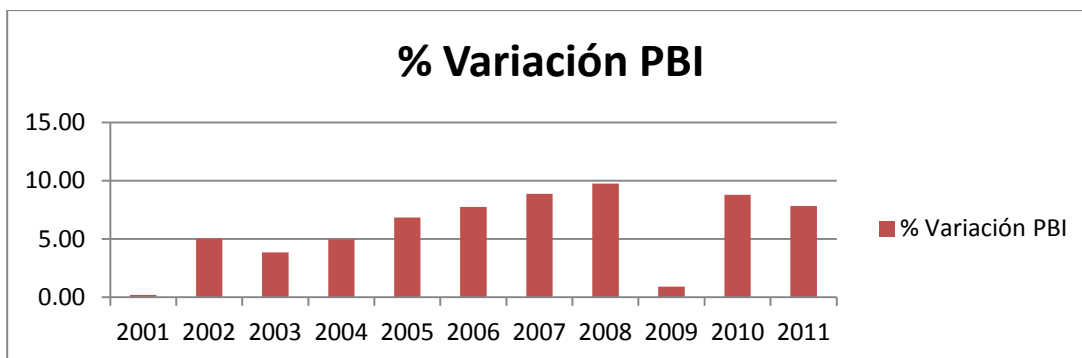
Mes	Año	% Variación PBI
Diciembre	2001	0.21
Diciembre	2002	5.02
Diciembre	2003	3.85
Diciembre	2004	4.98
Diciembre	2005	6.83
Diciembre	2006	7.74
Diciembre	2007	8.87
Diciembre	2008	9.76
Diciembre	2009	0.91
Diciembre	2010	8.78
Diciembre	2011	6.92

Fuente: Elaboración propia con datos del INEI

<http://www.inei.gob.pe/web/aplicaciones/siemweb/index.asp?id=003>.

En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución del PBI:

Gráfico N° 04: Variación del PBI.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEI <http://www.inei.gob.pe/web/aplicaciones/siemweb/index.asp?id=003>.

#### d) Las reservas internacionales:

Las reservas internacionales netas (RIN) muestran, como se puede apreciar en el siguiente cuadro, que han aumentado en los últimos once años, sin embargo, el porcentaje de crecimiento no ha sido constante, presentándose del año 2006 al 2007 el mayor porcentaje de crecimiento con un aumento del 60%, mientras que el 2008 al 2009 apenas se creció en 6%.

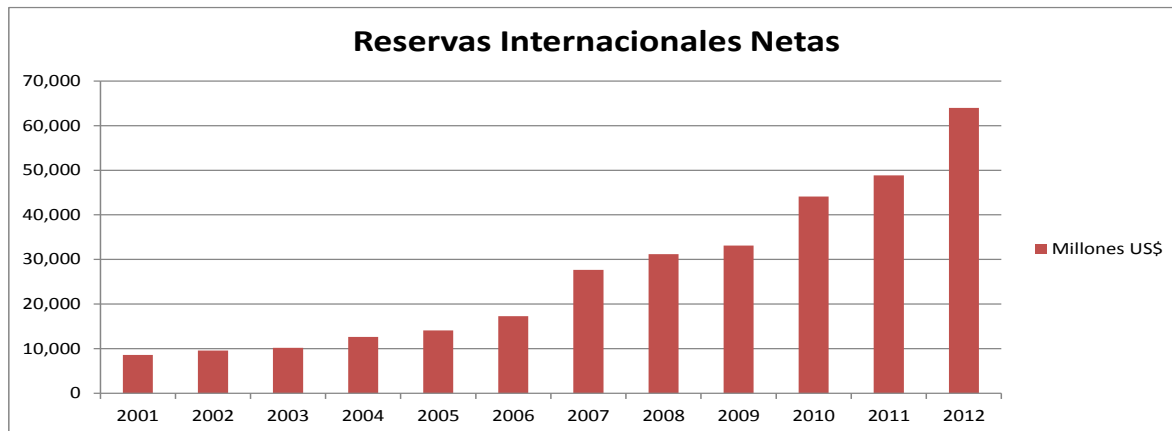
Cuadro N° 10: Reservas internacionales netas.

Años	Millones US\$	Porcentaje de crecimiento
2001	8,613	%
2002	9,598	11.44
2003	10,194	6.21
2004	12,631	23.91
2005	14,097	11.61
2006	17,275	22.54
2007	27,689	60.28
2008	31,196	12.67
2009	33,135	6.22
2010	44,105	33.11
2011	48,859	10.68
2012	63,991	31.09

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRP

La evolución positiva de las reservas internacionales netas se aprecia en el siguiente cuadro:

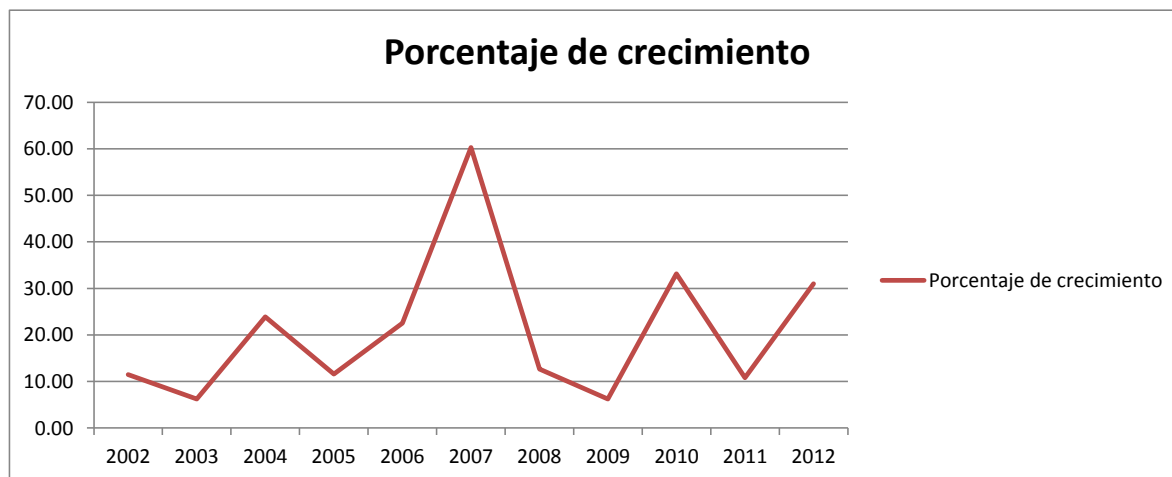
Gráfico N° 05: Evolución reservas internacionales netas.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRP.

Sin embargo, la evolución no ha sido constantes como se puede apreciar en la evolución tendencia de del porcentaje de crecimiento, que se aprecia en el siguiente cuadro:

Gráfico N° 06: Porcentaje de crecimiento reservas internacionales netas.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRP.

A enero de 2012 las reservas internacionales netas superaban los 50 mil millones de dólares. A diciembre alcanzaban los 63.991 millones de dólares.

#### **4.1.2. La regulación y la inclusión financiera:**

La Regulación (74) aparece para hacer frente a fallos o distorsiones en el mercado, que corresponden a los supuestos distintos a la competencia perfecta. En el ámbito del gobierno corporativo, la regulación deberá buscar el permitir al público un mayor acceso a la información, esto es, promover la transparencia de las organizaciones empresariales, en especial de las MIPYMES, para acceder al mercado de capitales.

La Regulación puede apreciarse en dos ámbitos:

- ✓ Regulación externa: sin entrar en las decisiones empresariales (medidas de seguridad, ambientales, entre otros).
- ✓ Regulación “económica”: afecta las condiciones en las que se presta el servicio (precios, entre otros).

En el ámbito de la regulación “externa”, puede apreciarse que en la actualidad la mayor transparencia de la información de las organizaciones empresariales, provienen de las empresas que cotizan en bolsa (mercado de capitales), no así de las que no. En tal sentido, el reto, la oportunidad de mejora que presenta la regulación, en el ámbito del gobierno corporativo, está en construir un marco normativo, para que voluntariamente, las MIPYMES que estén interesadas en acceder al mercado de capitales, puedan remitir su información para que esté a disposición de los potenciales inversionistas. Se busca generar confianza, para reducir el riesgo que representan, y al reducir el riesgo, reducir el costo de financiamiento. Esto nos debe llevar a pensar en una institución que actúa como mecanismos centralizado de información, que bien podría ser la Superintendencia del Mercado de Valores, función que en la actualidad sólo realiza para las empresas que cotizan en bolsa. La idea sería que pudiera también recibir la información de las MIPYMES interesadas en darse a conocer a los potenciales inversionistas.

Para regular (75) se debe distinguir entre:

- ✓ Las actividades que presenten características de monopolio natural, y,
- ✓ Actividades que presentan competencia.

En la actualidad, no existe un mercado de capitales local que cuente con la presencia de las MIPYMES, desde el lado de la oferta de instrumentos financieros. Sin embargo, sí existe desde el lado de la demanda de instrumentos financieros, potenciales inversionistas. Por lo que es necesario, brindar las condiciones necesarias para crear un mercado de capitales para las MIPYMES.

La regulación es un medio para alcanzar el objetivo de fomentar la competencia, así como la concurrencia de nuevos agentes en el mercado. El incluir a nuevos agentes económicos en el mercado, debe ser entendido como un proceso de “inclusión social financiera”. En tal sentido, el Estado debe participar para crear un sistema jurídico e institucional adecuado. Debe tenerse presente que la regulación “perfecta” y la “competencia perfecta” son ideales; y que la competencia y la regulación no son antitéticas (76).

(74) Como objetivos de la regulación encontramos:

- ✓ Garantizar la prestación presente y futura de los servicios.
- ✓ Establecer niveles de calidad precio.
- ✓ La regulación no tiene como objetivo controlar a las empresas.

(75) Para la regulación de un sector se debe tener presente:

- ✓ Importancia social de las actividades.
- ✓ Asimetría de posiciones.
- ✓ Dificultades de crear mercados abiertos (competencia).
- ✓ Necesidad de Transparencia (en la información).
- ✓ Limitaciones técnicas.

(76) Entre los justificadores para la regulación se pueden citar:

- ✓ Las externalidades
- ✓ Poder sobre el mercado
- ✓ Información asimétrica
- ✓ Inversiones no recuperables

Entre los principios inspiradores, de la regulación, podemos encontrar la desintegración vertical y la separación de actividades, en el entendido de prevenir situaciones de monopolio. De igual manera, la regulación busca promover el dinamismo de los mercados. En el caso de las MIPYMES, el objetivo a alcanzar de la regulación sería dotar de un marco normativo a un mercado de capitales de MIPYMES.

Cabe señalar que en la separación de actividades debe distinguirse entre actividades competitivas (77) y no competitivas (78), la transparencia de la información, que puede implicar una separación meramente contable o una separación en la gestión (79). También es posible que se aplique un diferente régimen jurídico a las actividades sin separar la estructura empresarial. En tal sentido, es posible plantear, de forma complementaria y adicional, al marco normativo del mercado de capitales ya existente, un marco normativo específico que permita el ingreso de las MIPYMES al mercado de capitales.

---

(77) El régimen jurídico de las actividades competitivas implica cuatro libertades principales:

- ✓ Libertad de entrada: que implica no a la exclusividad y pluralidad de ofertantes.
- ✓ Libre acceso al mercado: que implica acceso a la red, a la infraestructura, en atención a la teoría de las “facilidades esenciales”.
- ✓ Libertad de contratación: que implica la formación competitiva de los precios.
- ✓ Libertad de inversión: que alude a la tarifa y rentabilidad / riesgo del inversor.

(78) El régimen jurídico de actividades no competitivas, se asocian a la instalación y gestión de infraestructuras, con las siguientes características:

- ✓ Se busca gestión autónoma, separada de los negocios.
- ✓ Diseñar la normatividad para el acceso a las redes por parte de terceros: que implica determinar quién puede acceder, fijar las condiciones de acceso, establecer mecanismos para la resolución de conflictos.
- ✓ Evitar la duplicidad de infraestructura que pueda ser ineficiente: lo que implica otorgar “facilidades esenciales”.

(79) Debe tenerse cuidado con las siguientes tendencias:

- ✓ Tendencia a sobrerregular.
- ✓ Nuevas regulaciones para corregir previas regulaciones (la regulación se alimenta a sí misma).
- ✓ Intereses de diversos sectores:
  - Políticos
  - Burócratas
  - Cuidado con la “captura” de la entidad reguladora.
  - Grupos de interés.

Entre las características de las entidades reguladoras (80), encontramos que:

- ✓ Requieren un marco normativo para el nombramiento de altos funcionarios / directivos; y causales de cese.
- ✓ Sus resoluciones agotan la vía administrativa.
- ✓ Independencia en la toma de decisiones.
- ✓ Poseen facultades normativas y sancionadoras.
- ✓ Actúan en sectores “sensibles”.
- ✓ Se busca evitar la influencia política.
- ✓ Se busca un accionar neutral entre los diferentes actores en el mercado

Para el caso del Perú, como antecedente histórico en las últimas décadas:

- ✓ Surgen de los procesos de liberalización y privatización.
- ✓ Se presentaba la necesidad de contar con entidades administrativas independientes y especializadas, en los rubros a privatizar.
- ✓ Se buscaba promover la equidad y la transparencia para los actores del mercado, en un contexto económico de privatizaciones.

Entre las funciones que desarrollan las entidades reguladoras, encontramos la función supervisora (81), la reguladora (82), la normativa (83), de fiscalización y sanción (84), la de solución de controversias (85), de solución de reclamos (86), así como la promoción de la inclusión social.

---

(80) Los Organismos Reguladores son:

- ✓ Organismos públicos descentralizados
- ✓ Muchos están adscritos a la Presidencia del Consejo de Ministros.
- ✓ Tienen personería de derecho público interno
- ✓ Tiene autonomía administrativa, funcional, técnica, económica y financiera.

(81) La función supervisora, comprende:

- ✓ la facultad de verificar el cumplimiento de las obligaciones legales, contractuales o técnicas por parte de las entidades o actividades supervisadas,
- ✓ la facultad de verificar el cumplimiento de cualquier mandato o resolución emitida por el Organismo Regulador o de cualquier otra obligación que se encuentre a cargo de la entidad o actividad supervisadas.



La inclusión social también es una preocupación por parte de los reguladores, en los aspectos financieros, se puede citar el caso de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs que presenta los siguientes indicadores de inclusión financiera (87) en los ámbitos del sistema financiero, pensiones y seguros:

- Para el sistema financiero:
  - ✓ Los créditos del sistema financiero como porcentaje del PBI, que al 2010 representaban el 27,03%, frente a un 17,63% del 2005.
  - ✓ Por número de depositantes se ha pasado de 9,4 mil en 2005 a 14,9 mil en 2010.
- Para el sistema de pensiones:
  - ✓ Los afiliados al sistema privado de pensiones han pasado 3,6 millones en 2005 a 4,6 millones en 2010.
  - ✓ Los afiliados activos en porcentaje de la PEA ha pasado del 26,2% en 2005 al 30% en 2010.
- Para el sistema de seguros:
  - ✓ Las primas de seguros netas en porcentaje del PBI han pasado del 1,23% en 2005 al 1,51% en 2010.

(82) Función reguladora comprende la facultad de fijar las tarifas de los servicios bajo su ámbito.

(83) Función normativa comprende la facultad exclusiva de dictar, en el ámbito y en materia de sus respectivas competencias, los reglamentos, normas de carácter general y mandatos u otras normas de carácter particular referidas a intereses, obligaciones o derechos de las entidades o actividades supervisadas o de sus usuarios.

(84) Función fiscalizadora y sancionadora:

- ✓ comprende la facultad de imponer sanciones dentro de su ámbito de competencia por el incumplimiento de obligaciones derivadas de normas legales o técnicas,
- ✓ comprende las obligaciones contraídas por los concesionarios en los respectivos contratos de concesión;

(85) Función de solución de controversias comprende la facultad de conciliar intereses contrapuestos entre entidades o empresas bajo su ámbito de competencia, entre éstas y sus usuarios o de resolver los conflictos suscitados entre los mismos, reconociendo o desestimando los derechos invocados; y

(86) Función de solución de reclamos comprende solucionar los reclamos de los usuarios de los servicios que regulan.

(87) Se puede revisar la publicación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs: "PERÚ: Indicadores de inclusión financiera de los sistemas financiero, de seguros y de pensiones" - Diciembre 2010.

### 4.1.3. Las tasas de interés para MIPYMES:

Las altas tasas que ofrece el sistema bancario y financiero a las MIPYMES ofrecen una oportunidad para que las mismas acudan a los mercados de capitales para reducir sus tasas de interés, como componente de su costo financiero.

Las tasas de interés asociadas a las MIPYMES, según información de la SBS son las siguientes, a septiembre de 2011:

Cuadro N° 11: Tasas efectivas máximas anuales en soles.

Item	Empresas del sistema bancario y financiero	Tasas efectivas anuales máximas en soles (%)		
		Mediana Empresa	Pequeña Empresa	Micro Empresa
1	Sistema bancario	22,80%	30,73%	47,20%
2	Empresas financieras	34,36%	47,48%	63,58%
3	Cajas municipales de ahorro y crédito	90,12%	70,09%	83,20%
4	Cajas rurales de ahorro y crédito	51,10%	125,21%	94,97%
5	Sistema de Edpymes	34,33%	113,18%	128,53

Fuente: elaboración propia con datos de la SBS.

Una primera comparación de tasas, a nivel internacional, por ejemplo, con el caso español, nos puede llevar a las estadísticas del Banco de España, que al 27 de octubre de 2011, muestra que para agosto de 2011, su mayor tasa activa promedio, para préstamos de consumo entre 1 y 5 años era de 9,53%, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 12: Tipos de interés – España.

Tipos de interés activos aplicados por las entidades de crédito												
Mes	Crédito al consumo				Otros fines		Operaciones hipotecarias					
	Operaciones a plazo entre 1 y 5 años		T.A.E. (tasa media ponderada de todos los plazos)		Operaciones a plazo superior a 5 años		Aplicado el primer año		Aplicado en operaciones a más de 10 años		T.A.E. (tasa media ponderada de todos los plazos)	
	España	Zona €	España	Zona €	España	Zona €	España	Zona €	España	Zona €	España	Zona €

2011

<b>Ene</b>	8,86	6,13	8,30	7,20	7,62	4,30	2,76	2,94	2,93	3,84	2,92	3,83
<b>Feb</b>	8,70	6,13	8,55	7,31	8,07	4,47	2,84	2,96	3,06	3,92	3,07	3,90
<b>Mar</b>	8,55	6,22	8,49	7,32	7,98	4,60	2,92	3,01	3,07	4,01	3,15	3,93
<b>Abr</b>	8,40	6,23	8,27	7,25	7,95	4,74	3,09	3,12	3,65	4,15	3,31	4,03
<b>May</b>	8,74	6,37	8,47	7,49	7,91	4,72	3,21	3,23	4,44	4,18	3,46	4,09
<b>Jun</b>	8,90	6,47	7,89	7,43	7,91	4,70	3,30	3,26	4,16	4,18	3,53	4,09
<b>Jul</b>	9,11	6,53	8,48	7,43	7,68	4,64	3,36	3,33	4,52	4,19	3,58	4,10
<b>Ago</b>	9,53	6,54	8,69	7,57	7,84	4,46	3,44	3,47	4,74	4,15	3,68	4,16

Fuente: Internet, Banco de España, consulta 27 de octubre de 2011, dirección: <http://www.bde.es/clientebanca/tipo/entidades.htm>

La brecha entre las tasas de interés local frente a las internacionales, evidencia que hay una oportunidad por aprovechar para reducir las tasas de interés a nivel local (88). Sin embargo, previamente a la participación de las MIPYMES en los mercados de capitales es necesario crear una regulación y estructuración, especiales, para promover su participación, con la consiguiente inclusión social financiera.

La comparación de las tasas de interés en moneda local y extranjera nos llevan a apreciar una distorsión que se presentan en las mismas, en atención a las diferencias que se presentan entre la depreciación de equilibrio, estimada, entre las monedas, respecto a la depreciación que resulta de las diferencias entre las tasas y monedas que se cobra por las instituciones financieras. A continuación, algunos ejemplos:

a) Respecto a las tasas promedio del sistema financiero para micro empresas:

Al 13 de noviembre de 2012, la tasa de interés promedio para créditos a la micro empresa era de 38.84% en soles y de 18.96% en dólares (89). La diferencia en la tasa de interés haría inferir una “depreciación de equilibrio” (que torna a ambas tasas equivalentes) estimada de 16,71% de acuerdo al siguiente cálculo, aplicando las condiciones internacionales de paridad:

$$\text{Tasa S/.} - \text{Tasa US\$} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$}).$$

---

(88) La integridad de los mercados, en lo que respecta a las tasas de interés, en el ámbito local, no sólo es preocupante desde la perspectivas de las MIPYMES, sino también desde la banca de consumo, y el riesgo de una “burbuja inmobiliaria” asociada al crédito hipotecario. Para hacer frente a la rápida expansión del crédito, el Ministerio de Economía y Finanzas evalúa aumentar el encaje bancario (ver más información en <http://gestion.pe/economia/mef-respalda-alza-encaje-atenuar-expansion-credito-bancario-2050885>). Por su parte, la Superintendencia de Banca y Seguros evalúa cambios normativos, para que los créditos hipotecarios se limiten a financiar el 80% del inmueble, en un intento por reducir la expansión del crédito (ver más información en <http://gestion.pe/2012/08/20/inmobiliaria/estamos-medio-camino-burbuja-inmobiliaria-2010371>).

(89) Un mayor detalle se puede ver en [http://www.sbs.gob.pe/app/stats/TasaDiaria\\_3micro.asp](http://www.sbs.gob.pe/app/stats/TasaDiaria_3micro.asp).

Despejando la fórmula se tiene:

$$\text{Depreciación} = \frac{(\text{Tasa S/} - \text{Tasa US\$})}{(1 + \text{Tasa US\$})} = \frac{(0.3884 - 0.1896)}{(1 + 0.1896)} = 0.167115 = 16.7115\%$$

Sin embargo, la variación del tipo de cambio del 02 enero al 13 de noviembre del 2012, ha sido de una apreciación de la moneda del 3.11%, como se aprecia en el siguiente cálculo:

$$\text{Tipo de cambio Final} = \text{Tipo de cambio Spot} (1 + \text{depreciación}).$$

Despejando se tiene:

$$\left( \frac{\text{Tipo de cambio final}}{\text{Tipo de cambio inicial}} \right) - 1 = \text{Depreciación} = \left( \frac{2.613}{2.697} \right) - 1 = -0.03114572.$$

En suma, la distorsión se aprecia en que la depreciación de equilibrio que igualaría las tasas de 38,84% en soles y de 18,96% en dólares, sería de 16,71%, cuando en la realidad, la variación del tipo de cambio, entre enero a noviembre del 2012, ha representado una apreciación del sol del 3,11%, al pasar de 2,613 a 2,697 soles por dólar.

b) Tomando como referencia la tasa en soles:

Al 13 de noviembre de 2012, la tasa de interés promedio para créditos a la micro empresa era de 38.84% en soles. Si estimamos una apreciación del 3% (se considera menos 0.03114572 en atención a que se trata de una apreciación, como se apreciará mas adelante para el cálculo) durante el año, entonces la tasa en dólares equivalente debería ser 43,3%.

La tasa en dólares equivalente al 38,84% en soles, se ha obtenido aplicando las condiciones internacionales de paridad:

$$\text{Tasa S/.} - \text{Tasa US\$} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$})$$

Despejando la fórmula se tiene:

$$\text{Tasa S/.} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$}) + \text{Tasa US\$}$$

$$\text{Tasa S/.} = (\text{depreciación}) + (\text{depreciación}) (\text{Tasa \$}) + \text{Tasa \$}$$

$$\text{Tasa S/.} = (\text{depreciación}) + \text{Tasa \$} (\text{depreciación} + 1)$$

$$\text{Tasa S/.} - (\text{depreciación}) = \text{Tasa \$} (\text{depreciación} + 1)$$

$$\frac{\text{Tasa S/.} - (\text{depreciación})}{(\text{depreciación} + 1)} = \text{Tasa \$}$$

$$\text{Tasa \$} = \frac{\text{Tasa S/.} - (\text{depreciación})}{(\text{depreciación} + 1)}$$

Reemplazando:

$$\text{Tasa \$} = \frac{(0.3884) - (-0.03)}{(-0.03) + (1)}$$

$$\text{Tasa \$} = \frac{(0.3884) - (-0.03)}{(-0.03) + (1)}$$

$$\text{Tasa \$} = 0.43303284$$

La tasa en dólares equivalente sería de 43.30%.

La distorsión se aprecia en que para una tasa en soles de 38,84%, con una apreciación de 3,11%, se tendría una tasa equivalente en dólares de 43,3%; lo

que dista de la tasa de 18,96% en dólares que se da en la realidad. Lo que evidencia una tasa “sobrevalorada” en soles.

c) Tomando como referencia la tasa en dólares:

Al 13 de noviembre de 2012, la tasa de interés promedio para créditos a la micro empresa era de 18.96% en dólares. Si estimamos una apreciación del 3% (se considera menos 0.03114572 en atención a que se trata de una apreciación, como se apreciará mas adelante para el cálculo) durante el año, entonces la tasa en soles equivalente debería ser 15,25%.

La tasa en soles equivalente al 18,96% en soles, se ha obtenido aplicando las condiciones internacionales de paridad:

$$\text{Tasa S/.} - \text{Tasa US\$} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$})$$

Despejando la fórmula se tiene:

$$\text{Tasa S/.} = \text{depreciación} (1 + \text{Tasa US\$}) + \text{Tasa US\$}$$

Reemplazando:

$$\text{Tasa S/.} = (-0.03) (1 + 0.1896) + (0.1896)$$

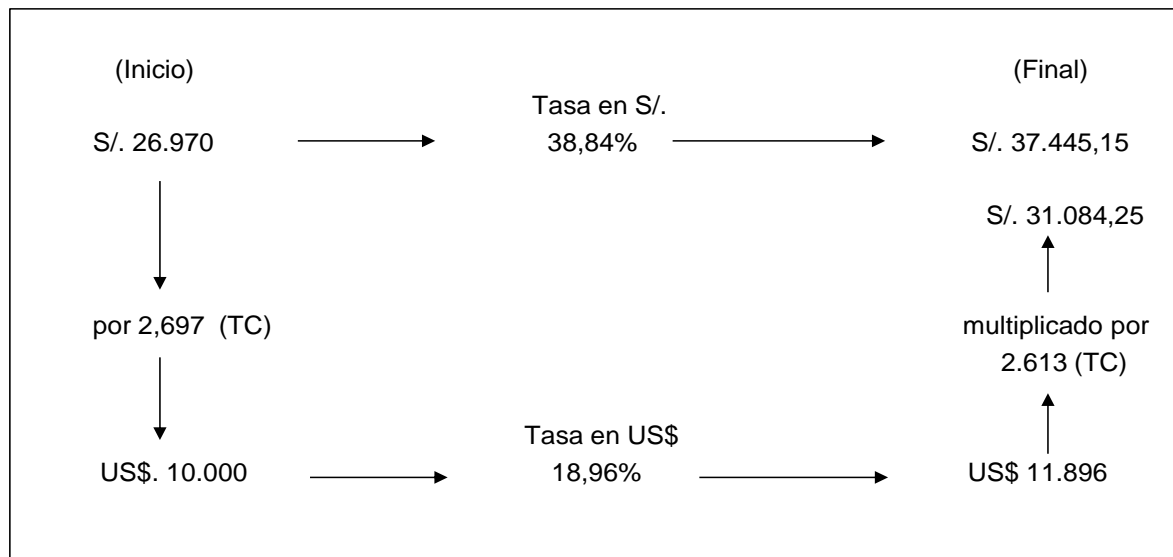
$$\text{Tasa S/.} = 0.15254905$$

La tasa en soles equivalente sería de 15.25%.

La distorsión se aprecia en que para una tasa en dólares de 16,71%, con una apreciación de 3,11%, se tendría una tasa equivalente en soles de 15,25%. Lo que dista frente a la tasa en soles del 38,84% que se da en la realidad. Es decir, frente a una apreciación del sol, la tasa en soles debería ser menor que la tasa en dólares.

En el siguiente gráfico se puede apreciar la distorsión o desequilibrio entre las tasas de interés, vinculándolas a los tipos de cambio:

Gráfico N° 07: Ejemplo de desequilibrio entre tasas de interés y tipos de cambio.



Fuente: Elaboración propia.

El gráfico nos muestra cómo el resultado final no es equivalente entre las tasas de interés, resultando la tasa en soles más costosa por la apreciación del sol.

#### 4.1.4. La oferta y demanda del mercado financiero de capitales:

El primer aspecto que debemos preguntarnos para promover la participación de las MIPYMES en los mercados de capitales, es si existen, desde el lado de la oferta y demanda de instrumentos financieros, importes que representen una oportunidad de acceso a fuentes de financiamiento.

Desde el lado de la oferta pública primaria de instrumentos financieros, que se cotizan en Bolsa, según información de la Superintendencia del Mercado de Valores, entre los años 2005 al 2010, se han colocado instrumentos financieros por valor de 15 mil millones de soles y US\$ 4 mil millones de dólares, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 12: Instrumentos financieros colocados entre el 2005 y el 2010.

Instrumentos financieros	Moneda			
	Miles de US\$	%	Miles de Soles	%
Acciones	13,462	0.34	337,746	0.02
Bonos	3,252,783	81.22	11,833,826	76.78
Instrumentos de corto plazo	720,577	17.99	1,254,786	8.14
Certificados de depósito negociable	18,000	0.45	1,985,432	12.88
<b>Total</b>	<b>4,004,822</b>	<b>100.00</b>	<b>15,411,789</b>	<b>97.83</b>

Fuente: Elaboración propia con información del anuario estadístico 2010 de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Resalta la colocación de bonos, que representa el 77% de lo colocado en soles, y el 81% de lo colocado en dólares.

Por el lado de la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, que al 31 de agosto de 2011, suman 84 mil millones de soles, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 14: Cartera de inversiones AFGs como demanda de instrumentos financieros.

Inversiones	Horizonte		Integra		Prima		Profuturo		Total SPP	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
<b>I. INVERSIONES LOCALES</b>	13 983 232	70.7	18 068 431	70.5	18 670 799	70.3	9 214 742	73.9	59 937 204	71.0
1. Gobierno	3 820 300	19.3	4 319 393	16.8	3 506 625	13.2	2 061 568	16.5	13 707 886	16.2
2. Sistema Financiero	3 337 726	16.9	4 828 869	18.8	3 960 031	14.9	2 414 905	19.4	14 541 531	17.2
3. Empresas no Financieras	5 458 149	27.6	7 049 128	27.5	8 676 836	32.7	3 950 177	31.7	25 134 290	29.8
4. Administradoras de Fondos	798 061	4.0	1 032 317	4.0	800 840	3.0	317 469	2.5	2 948 687	3.5
5. Sociedades Titulizadoras	568 996	2.9	838 725	3.3	1 726 467	6.5	470 623	3.8	3 604 810	4.3
<b>II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR</b>	5 794 456	29.3	7 368 494	28.7	7 612 473	28.7	3 089 753	24.8	23 865 177	28.3
1. Gobierno	442 328	2.2	86 500	0.3	293 930	1.1	33 870	0.3	856 628	1.0
2. Sistema Financiero	730 772	3.7	1 214 643	4.7	1 052 683	4.0	427 548	3.4	3 425 646	4.1
3. Empresas no Financieras	2 298 944	11.6	3 114 500	12.1	4 191 721	15.8	1 031 716	8.3	10 636 881	12.6
4. Administradoras de Fondos	2 294 758	11.6	2 952 851	11.5	2 074 140	7.8	1 591 004	12.8	8 912 753	10.6
5. Sociedades Titulizadoras	27 653	0.1	-	-	-	-	5 615	0.0	33 268	0.0
<b>III. OPERACIONES EN TRÁNSITO</b>	(3 382)	0.0	207 968	0.8	262 098	1.0	161 756	1.3	628 440	0.7
<b>TOTAL</b>	19 774 307	100.0	25 644 893	100.0	26 545 370	100.0	12 466 251	100.0	84 430 821	100.0

Fuente: Información de la Superintendencia de Banca y Seguros, sobre la cartera administrada por las AFP.



Resalta que el 71% de las inversiones corresponden al ámbito local, mientras que el 28% se encuentra en el exterior.

Como se puede apreciar tanto desde la oferta primaria de instrumentos financieros, como desde la demanda, existe un mercado de capitales, cuyos importes abren la posibilidad de buscar la participación de las MIPYMES en los mercados de capitales como fuentes de financiamiento.

Uno de los aspectos que resalta desde el lado de la demanda de instrumentos financieros en el mercado de capitales, centrándonos en la presencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones, es que las mismas son apenas cuatro, por lo que representan una demanda oligopsónica, y a la que para poder acceder se requiere ser un instrumento autorizado por la Superintendencia de Banca y Seguros, y Administradoras de Fondos de Pensiones. Por lo que de no contar con dicha autorización, difícilmente será viable la emisión y colocación de instrumentos financieros por parte de las MIPYMES para acceder a los mercados de capitales.

#### Los activos financieros que conforman las emisiones primarias:

Los tipos de instrumentos financieros que conforman las colocaciones de las emisiones primarias de valores son acciones, bonos, instrumentos de corto plazo y certificados de depósito negociable. A continuación se comenta cada instrumento desde la perspectiva de potenciales emisiones de las MIPYMES:

- **Las acciones:** la principal limitación que presentan las acciones está dada porque no representan una rentabilidad fija o mínima, sino que dependerían de las utilidades que se generen, los flujos de efectivo con los que se cuenta, la decisión de las junta generales de distribuir dividendos, así como de la variación del valor en el mercado.

- **Los instrumentos de corto plazo:** la principal limitación que presentan está dado por el tiempo, en atención a que deben ser redimidos dentro del año. Cabe destacar que un aspecto del mercado de capitales que puede beneficiar a las MIPYMES está dada por el largo plazo para llevar a cabo los proyectos, y no presionar los flujos de caja en el corto plazo.
- **Los certificados de depósitos negociables:** su principal limitación es que no pueden ser emitidos por las MIPYMES, ya que los mismos son emitidos por entidades financieras, de acuerdo a lo dispuesto por la Ley de Títulos Valores.
- **Los bonos:** No sólo representan el mayor porcentaje de instrumentos financieros colocados, sino además la mayor variedad, como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 15: Emisión de bonos 2005 – 2010.

Tipo de Bonos	Moneda			
	Miles de US\$	%	Miles de Soles	%
Bonos de arrendamiento financiero	559,442	17.20	529,640	4.48
Bonos Corporativos	2,076,677	63.84	10,174,886	85.98
Bonos Hipotecarios	30,000	0.92	0	0.00
Bonos Subordinados	221,132	6.80	443,300	3.75
Bonos Titulizados	365,532	11.24	686,000	5.80
<b>Total Bonos</b>	<b>3,252,783</b>	<b>100.00</b>	<b>11,833,826</b>	<b>100.00</b>

Fuente: Elaboración propia con información del anuario estadístico 2010 de la Superintendencia del Mercado de Valores.

- ✓ Los bonos de arrendamiento financiero: son emitidos para financiar operaciones de arrendamiento financiero, especialmente por parte de entidades financieras.
- ✓ Los bonos hipotecarios: son emitidos para financiar operaciones hipotecarias, especialmente, por parte de entidades financieras.

- ✓ Los bonos subordinados: son emitidos especialmente por las entidades financieras.
- ✓ Los bonos corporativos: son emitidos por empresas no financieras, sin embargo, las entidades responden usualmente con garantías genéricas sobre el patrimonio de las empresas.
- ✓ Los bonos titulizados: requieren la constitución de patrimonios autónomos que respalden el pago de los flujos futuros comprometidos con los adquirentes de los bonos, y en tal sentido, reducen el riesgo de potenciales incumplimientos, por lo que en principio sería el más viable para la emisión de valores por parte de las MIPYMES.

#### El potencial del mercado de valores para las MIPYMES:

Entre las principales características que se pueden destacar, se tiene:

- Los 84 mil millones de soles que gestionan las Administradoras Privadas de Pensiones, a septiembre del 2011, representan una extraordinaria oportunidad, por parte de las MIPYMES, para concurrir a los mercados financieros, y materializar la transferencia de fondos de quienes tienen superávit hacia quienes tienen déficit de recursos. Ahora bien, si sólo se pudiera destinar el 1% de dichos fondos, lo cual no pondría en riesgo el sistema, estaríamos frente a una capacidad de financiamiento de 840 millones de soles.
- Ahora bien, como los instrumentos a ser emitidos por las MIPYMEs podrían ser adquiridos por miles de inversionistas, que son los aportantes a los fondos de pensiones, con lo cual se dispersa el riesgo, sin afectar el nivel de riesgo elegido por el inversionista, en cualquiera de los fondos permitidos: uno, dos o tres.
- Es necesario que se proporcione información de las operaciones de las MIPYMES que decidan acceder al sistema de financiamiento, a efectos de

que una mayor confianza contribuya a un menor nivel de riesgo, menor prima de riesgo, y por consiguiente a un menor costo financiero.

- Si como se ha comentado, se pudiera utilizar el 1% en instrumentos financieros de las MIPYMES, estaríamos hablando de un potencial de liquidez de hasta 840 millones de soles.
- La participación de las MIPYMES en los mercados financieros implica la exigencia de proporcionar información, con lo cual se dota al mercado de las MIPYMES de mayores niveles de transparencia, que no existen en la actualidad.

#### **4.1.5. Características de la MIPYMES, que impactan en el riesgo financiero:**

Entre las principales debilidades de las MIPYMES para el acceso a los mercados de valores, se pueden comentar las siguientes:

##### Falta de transparencia:

La falta de transparencia de las MIPYMES es uno de los problemas que tienen que afrontar los grupos de interés, en especial los inversionistas. Esta falta de transparencia se aprecia en la falta de un mecanismo centralizado de información donde se puedan consultar, entre otros aspectos, los estados financieros, informes de gestión, a efectos de conocer la situación, expectativas y riesgos que representan (90).

---

(90) Por su parte el Ministerio de la Producción clasifica la problemática de la MYPE en: i) personal poco calificado, ii) falta de información del entorno y del mercado, iii) falta de innovación y tecnología, y iv) falta de política de capacitación. Se puede ver mayor información en <http://www.crecemype.pe/portal/images/stories/files/pdf/gestionando-mi-empresa/asociatividad.pdf>.

### Informalidad:

La informalidad es otro de los grandes problemas que tiene que afrontar el inversionista respecto a las MIPYMES, siendo necesario diseñar mecanismos que promuevan su formalización. Esta informalidad de las empresas impacta también en el nivel de riesgo que representan (91).

### Falta de capacitación en la gestión:

Una características de las MIPYMEs viene dada por el hecho de tratarse, generalmente, de empresas familiares, en las cuales la gestión es más empírica que técnica, en tal sentido presenta debilidades en los procesos de planificación, organización, dirección y control (92).

### Barreras legales:

Las barreras legales se manifiestan en el hecho que el acceso a los mercados de capitales requiere participación de agentes de bolsa y otros operadores, que demandan altos costos. En tal sentido es necesario promover reformar legales a efectos de reducir los costos de acceso a dichos mercados.

De otra parte, tampoco existe una institución o mecanismos ante el cual las MIPYMEs puedan hacer pública su información para los inversionistas, sin que les represente altos costos (93).

---

(91) Para el Presidente de la Sociedad Nacional de Industrias, las leyes no promueven el crecimiento de las MYPES y promueven su informalidad, según declaraciones publicadas en el diario Perú 21 del 29/08/12. Se puede ver más información en <http://gestion.pe/economia/sni-leyes-promueven-que-mypes-no-dejen-mypes-2011147>.

(92) Para hacer frente a la falta de capacitación de las MIPYMES y promover la investigación y desarrollo, el gobierno, a través del Ministerio de la Producción, ha creado el Fondo de Investigación y Desarrollo para la Competitividad – FIDECOM. Ver más información en <http://www.innovateperu.pe/index.php/fidecom/queesfidecom90.html>.

### Capital reducido:

Las MIPYMEs se caracterizan por tener un capital reducido, lo que hace que sea necesaria su agrupación, a efectos de sumar las sinergias, y el capital necesario, para poder generar confianza y acceder a los mercados de capitales (94).

### Desconocimiento de los mercados financieros:

Sumado a la falta de gestión técnica por parte de las MIPYMEs, se tiene que afrontar el hecho que se desconoce los mecanismos propios del mercado de capitales, lo que torna más difícil la aceptación del mismo por parte de los pequeños y micro empresarios (95).

---

(93) Las reformas legales y de gestión de las instituciones de gobierno es una preocupación, desde el Estado, para promover el desarrollo. En tal sentido, la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos – USAID, en un esfuerzo conjunto con el Ministerio de la Producción, en un trabajo sobre competitividad, realizado por Juan Carlos Mathews, destaca las siguientes tareas pendientes desde el Estado (del Perú) para promover la competitividad de las MYPES: i) mantener un marco macro económico estable, ii) mantener una política exportadora a través de Tratados de Libre Comercio, iii) hacer frente a las deficiencias en infraestructura, iv) aumentar la presión tributaria, v) mejorar la distribución de la riqueza y la implementación de programas sociales, vi) promover la educación, vi) promover acciones en el sector salud, y vii) la reforma del Estado. Se puede ver mayor información en <http://www.crecemype.pe/portal/images/stories/files/COMPETITIVIDAD.pdf>.

(94) De forma al capital económico, también es necesario considerar el capital “intelectual” de los derechos de propiedad. Se puede ver mayor información en: [http://www.facilitandocomercio.com/informes/propiedad\\_intelectual.pdf](http://www.facilitandocomercio.com/informes/propiedad_intelectual.pdf).

(95) Mayor información sobre capacitación para la gestión financiera de las MYPES se puede revisar en el trabajo desarrollado por la Agencia de Cooperación para el Desarrollo de Estados Unidos – USAID, en: [http://www.facilitandocomercio.com/informes/finanzas\\_financiamiento.pdf](http://www.facilitandocomercio.com/informes/finanzas_financiamiento.pdf).

#### **4.1.6. La información disponible de las MIPYMES en el sistema financiero:**

Si bien, en general, la información de la MIPYMES es limitada porque no existen registros de acceso al público con información de las mismas, sí existe información de las que acuden al sistema financiero, la que pueden servir de partida para iniciar un proceso de acceso al mercado de capitales.

La confianza no se genera en un día, sino que se va generando con el tiempo. Por lo que es necesario que las MIPYMEs que participen en proceso de financiamiento en el mercado de capitales tengan una experiencia crediticia previa, que los identifique como buenos pagadores. En tal sentido, se pueden revisar las estadísticas de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP's, respecto a la situación de créditos directos según tipo de crédito y situación:

##### Para el 2011:

Al 31 de enero de 2011, evidenciaba lo siguiente:

- ✓ Los créditos vigentes para micro empresas ascendían a S/. 7 mil millones, de los cuales el 6,11% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos. Estas estadísticas muestran un potencial de micro empresas con historial crediticio, que puede participar del proceso de estructuración de emisión obligaciones como mecanismo de financiamiento en el mercado de capitales.
- ✓ Los créditos vigentes para pequeñas empresas ascendió S/. 12,9 mil millones, de los cuales el 8,06% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos.

- ✓ Los créditos vigentes para medianas empresas ascendió a S/. 20 mil millones, de los cuales el 4,96% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos.

En lo que respecta a las micro empresas existe un potencial de S/. 6,6 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 16: Créditos Micro empresas enero 2011.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Micro empresas (enero 2011)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	2,260,613,000	46,824,000	68,660,000	2,145,129,000	94.89	115,484,000	5.11
Financieras	1,499,536,000	7,295,000	65,683,000	1,426,558,000	95.13	72,978,000	4.87
Cajas municipales	2,255,880,000	40,768,000	148,359,000	2,066,753,000	91.62	189,127,000	8.38
Cajas rurales	614,034,000	11,720,000	43,529,000	558,785,000	91.00	55,249,000	9.00
Edpymes	452,969,000	5,589,000	26,226,000	421,154,000	92.98	31,815,000	7.02
<b>Total</b>	<b>7,083,032,000</b>	<b>112,196,000</b>	<b>352,457,000</b>	<b>6,618,379,000</b>	<b>93.44</b>	<b>432,838,000</b>	<b>6.11</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En lo que respecta a las pequeñas empresas existe un potencial de S/. 11,9 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 17: Créditos Pequeñas empresas enero 2011.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Pequeñas empresas (enero 2011)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	8,154,754,000	184,631,000	412,436,000	7,557,687,000	92.68	597,067,000	7.32
Financieras	1,090,245,000	8,180,000	62,748,000	1,019,317,000	93.49	70,928,000	6.51
Cajas municipales	2,893,496,000	87,155,000	214,490,000	2,591,851,000	89.58	301,645,000	10.42
Cajas rurales	539,782,000	16,603,000	28,933,000	494,246,000	91.56	45,536,000	8.44
Edpymes	265,428,000	4,147,000	24,266,000	237,015,000	89.30	28,413,000	10.70
<b>Total</b>	<b>12,943,705,000</b>	<b>300,716,000</b>	<b>742,873,000</b>	<b>11,900,116,000</b>	<b>91.94</b>	<b>1,043,589,000</b>	<b>8.06</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En lo que respecta a las medianas empresas existe un potencial de S/. 19,3 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:



Cuadro N° 18: Créditos Medianas empresas enero 2011.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Medianas empresas (enero 2011)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	19,189,790,000	424,975,000	493,102,000	18,271,713,000	95.22	918,077,000	4.78
Financieras	388,997,000	8,916,000	6,389,000	373,692,000	96.07	15,305,000	3.93
Cajas municipales	637,509,000	24,046,000	45,664,000	567,799,000	89.07	69,710,000	10.93
Cajas rurales	101,773,000	858,000	4,033,000	96,882,000	95.19	4,891,000	4.81
Edpymes	28,103,000	0	303,000	27,800,000	98.92	303,000	1.08
<b>Total</b>	<b>20,346,172,000</b>	<b>458,795,000</b>	<b>549,491,000</b>	<b>19,337,886,000</b>	<b>95.04</b>	<b>1,008,286,000</b>	<b>4.96</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En suma existen MIPYMES con un potencial de S/. 37,8 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 19: Créditos MIPYMES enero 2011.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Total MIPYMES (enero 2011)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	29,605,157,000	656,430,000	974,198,000	27,974,529,000	94.49	1,630,628,000	5.51
Financieras	2,978,778,000	24,391,000	134,820,000	2,819,567,000	94.66	159,211,000	5.34
Cajas municipales	5,786,885,000	151,969,000	408,513,000	5,226,403,000	90.31	560,482,000	9.69
Cajas rurales	1,255,589,000	29,181,000	76,495,000	1,149,913,000	91.58	105,676,000	8.42
Edpymes	746,500,000	9,736,000	50,795,000	685,969,000	91.89	60,531,000	8.11
<b>Total</b>	<b>40,372,909,000</b>	<b>871,707,000</b>	<b>1,644,821,000</b>	<b>37,856,381,000</b>	<b>93.77</b>	<b>2,516,528,000</b>	<b>6.23</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

### Para el 2012:

Al 31 de enero de 2012, se evidenciaba lo siguiente:

- ✓ Los créditos vigentes para micro empresas ascendían a S/. 7,5 mil millones, de los cuales el 5,59 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos. Estas estadísticas muestran un potencial de micro empresas con historial crediticio, que puede participar del proceso de estructuración de emisión obligaciones como mecanismo de financiamiento en el mercado de capitales.

- ✓ Los créditos vigentes para pequeñas empresas ascendió S/. 16 mil millones, de los cuales el 8,12% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos.
- ✓ Los créditos vigentes para medianas empresas ascendió a S/. 24 mil millones, de los cuales el 4,26% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos.

En lo que respecta a las micro empresas existe un potencial de S/. 7,5 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 20: Créditos Micro empresas enero 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Micro empresas (enero 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	2,446,748,000	31,013,000	63,151,000	2,352,584,000	96.15	94,164,000	3.85
Financieras	2,027,590,000	6,721,000	75,104,000	1,945,765,000	95.96	81,825,000	4.04
Cajas municipales	2,416,505,000	37,616,000	159,238,000	2,219,651,000	91.85	196,854,000	8.15
Cajas rurales	700,024,000	10,887,000	40,306,000	648,831,000	92.69	51,193,000	7.31
Edpymes	426,079,000	3,221,000	27,899,000	394,959,000	92.70	31,120,000	7.30
<b>Total</b>	<b>7,590,867,000</b>	<b>86,237,000</b>	<b>337,799,000</b>	<b>7,561,790,000</b>	<b>99.62</b>	<b>424,036,000</b>	<b>5.59</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En lo que respecta a las pequeñas empresas existe un potencial de S/. 15 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 21: Créditos Pequeñas empresas enero 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Pequeñas empresas (enero 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	10,226,920,000	236,032,000	544,779,000	9,446,109,000	92.37	780,811,000	7.63
Financieras	1,532,510,000	17,859,000	78,685,000	1,435,966,000	93.70	96,544,000	6.30
Cajas municipales	3,544,605,000	90,191,000	273,000,000	3,181,414,000	89.75	363,191,000	10.25
Cajas rurales	709,612,000	18,828,000	38,907,000	651,877,000	91.86	57,735,000	8.14
Edpymes	318,805,000	3,880,000	24,292,000	290,633,000	91.16	28,172,000	8.84
<b>Total</b>	<b>16,332,452,000</b>	<b>366,790,000</b>	<b>959,663,000</b>	<b>15,005,999,000</b>	<b>91.88</b>	<b>1,326,453,000</b>	<b>8.12</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En lo que respecta a las medianas empresas existe un potencial de S/. 23,4 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 22: Créditos Medianas empresas enero 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Medianas empresas (enero 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vgtes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	23,110,952,000	405,782,000	535,329,000	22,169,841,000	95.93	941,111,000	4.07
Financieras	412,221,000	9,977,000	6,388,000	395,856,000	96.03	16,365,000	3.97
Cajas municipales	752,524,000	31,037,000	46,789,000	674,698,000	89.66	77,826,000	10.34
Cajas rurales	134,708,000	636,000	4,705,000	129,367,000	96.04	5,341,000	3.96
Edpymes	21,012,000	97,000	410,000	20,505,000	97.59	507,000	2.41
<b>Total</b>	<b>24,431,417,000</b>	<b>447,529,000</b>	<b>593,621,000</b>	<b>23,390,267,000</b>	<b>95.74</b>	<b>1,041,150,000</b>	<b>4.26</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

En suma existen MIPYMES con un potencial de S/. 45,9 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 23: Créditos MIPYMES enero 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Total MIPYMES (enero 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vgtes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	%	Refinanciados, reestructurados y con atraso	%
Bancos	35,784,620,000	672,827,000	1,143,259,000	33,968,534,000	94.92	1,816,086,000	5.08
Financieras	3,972,321,000	34,557,000	160,177,000	3,777,587,000	95.10	194,734,000	4.90
Cajas municipales	6,713,634,000	158,844,000	479,027,000	6,075,763,000	90.50	637,871,000	9.50
Cajas rurales	1,544,344,000	30,351,000	83,918,000	1,430,075,000	92.60	114,269,000	7.40
Edpymes	765,896,000	7,198,000	52,601,000	706,097,000	92.19	59,799,000	7.81
<b>Total</b>	<b>48,780,815,000</b>	<b>903,777,000</b>	<b>1,918,982,000</b>	<b>45,958,056,000</b>	<b>94.21</b>	<b>2,822,759,000</b>	<b>5.79</b>

Fuente: elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

Estas estadísticas muestran un potencial de micro, pequeñas y medianas empresas con historial crediticio, que pueden participar del proceso de estructuración de emisión obligaciones, como mecanismo de financiamiento en el mercado de capitales.

#### 4.1.7. Los tasas de interés en el mercado de capitales y la presencia de los inversores o consumidores “verdes”.

Las tasas de interés de los mercados de capitales, si bien estamos ante empresas de tipo triple AAA (96), podemos apreciar que durante el período 2010, las mismas han estado entre 3.75% y 9% para las emisiones de bonos en dólares y entre el 4% y el 8.5% para bonos en soles.

Cuadro N° 24: Emisiones de bonos colocados 2010.

Emisiones colocadas en el 2010 (*)				
Emisiones 2010 (*)	Cantidad	Importe	Plazos	Tasas (TINA)
Bonos US\$	15	464 millones	Entre 3 y 20 años	Entre 3.75 y 9
Bonos S/.	18	709 millones	Entre 2 y 10 años	Entre 4.3125 y 8.5187.

Nota: Incluye bonos corporativos y titulizados.

Fuente: Elaboración propia con información del Anuario Estadístico Conasev 2010.

Ahora bien, si bien las MIPYMES no podrían exhibir las calificaciones de riesgo de las grandes empresas emisoras, tienen a su favor la preocupación de los mercados financieros por la responsabilidad social y la presencia de un consumidor “verde” caracterizado por su preocupación medioambiental y social

Conjuntamente con el proceso de globalización, caracterizado por la masificación de la tecnología, y la apertura de los mercados financieros, han aumentado las exigencias ambientales y sociales, que entre otros aspectos destaca su preocupación por el uso sostenible y conservación de la biodiversidad, la responsabilidad ambiental, la responsabilidad social, las buenas relaciones con grupos étnicos y comunidades locales, el potencial económico, así como el cumplimiento de la legislación, en especial la laboral.

---

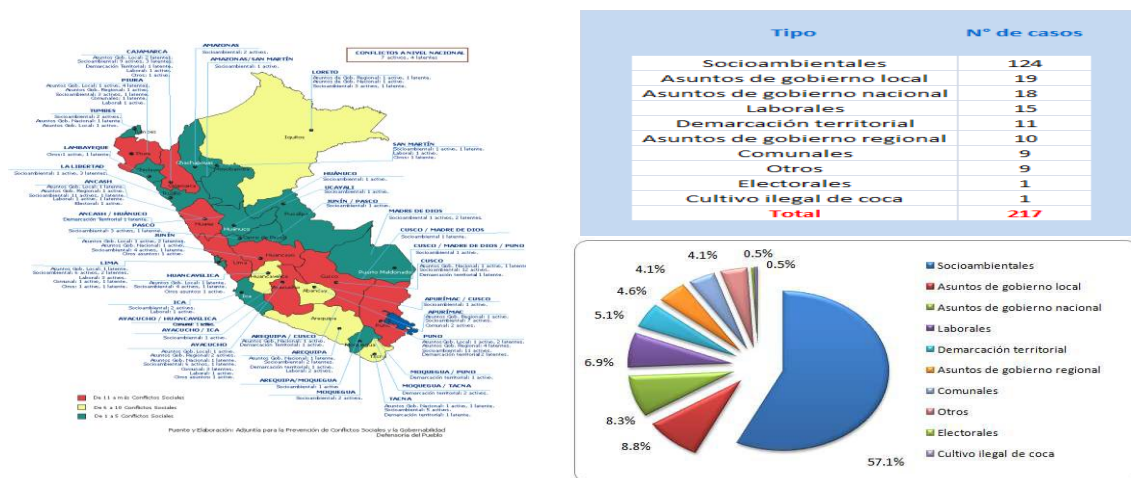
(96) En la actualidad se tienen 5 clasificadoras de riesgo, registradas ante la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, que son Apoyo & Asociados Internacionales, Class & Asociados S.A; Pacific Credit Rating – PCR, Equilibrium y Microrate Latin America S.A. Mayor información se puede ver en [http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER\\_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=316](http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&PFL=1&JER=316).

El consumidor “verde” puede ser caracterizado como un inversionista o un fondo de inversión cuyos inversores muestran una preocupación en que los activos financieros en los que inviertan, en atención a las empresas emisoras, respeten el medio ambiente, así la protección al medio ambiente influye en su decisión de compra. Se evaluará, por ejemplo, si las los productos que venden las empresas, emisoras de valores, pueden ser considerados ecológicos o no, si los embalajes que utilizan son inofensivos para el medio ambiente, entre otros aspectos, o si están vinculados a servicios medioambientales, como es el caso del turismo ecológico.

Al consumidor “verde” se asocian los conceptos de finanzas y contabilidad ambientales, en la que por un lado, el medio ambiente afecta la toma de decisiones financieras, y por otro lado, considera los costos e ingresos ambientales. También se asocian al consumidor “verde” las inversiones socialmente responsables que buscan conciliar los valores morales y la rentabilidad.

El tema ambiental no ha sido ajeno a nuestra realidad, a octubre de 2011, la Defensoría del Pueblo reportaba que de 217 conflictos sociales, el 57% de los mismos estaban vinculados a temas socio-ambientales, como se aprecia a continuación:

Gráfico N° 08: Mapa de conflictos sociales.



Fuente: Defensoría del Pueblo Reporte Octubre 2011  
15/11/11 <http://www.defensoria.gob.pe/modules/Downloads/conflictos/2011/reporte-menusal-92.pdf>

Entre los criterios positivos que pueden considerar los consumidores o inversionistas “verdes”, están las obras sociales que se desarrollan en las comunidades donde operan las empresas, las buenas relaciones laborales, la calidad de vida se otorga a través de los productos y servicios que prestan las organizaciones.

De otro lado, como criterios negativos que pudieran repelar las inversiones están los experimentos con animales, la vinculación a apuestas, las emisiones que afectan la capa de ozono, la violación de derechos humanos, pesticidas, pornografía, tabaco, destrucción de bosques, entre otros.

Entre los principales fondos e índices de inversiones socialmente responsables encontramos el Domini 400 Social Index (97), el Dow Jones Sustainability Group Index (98), el FTSE4Good (99), el Ethibel Sustainability Index (100). Para el caso del Perú, no hay un fondo específico, lo que abre la posibilidad de desarrollar uno al respecto, más aún en atención a los 84 mil millones de soles de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

En Latinoamérica, a efectos de medir la responsabilidad social empresarial destacan el Instituto Ethos de Empresa y Responsabilidad Social (Brasil) (101), el Instituto Argentino de Responsabilidad Social (Iarse) (102), Acción Empresarial (Chile) (103), y en Perú puede citarse a la ONG Perú 2021 (104).

---

(97) Se puede revisar en [http://www.prohumana.cl/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1231&Itemid=70](http://www.prohumana.cl/index.php?option=com_content&task=view&id=1231&Itemid=70), y en <http://www.domini.com/about-domini/index.htm>.

(98) Se puede revisar mayor información del Dow Jones Sustainability Group Index en <http://www.sustainability-index.com/>.

(99) Se puede revisar en [http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good\\_Index\\_Series/index.jsp](http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp).

(100) Se puede revisar en [http://forumethibel.org/content/ethibel\\_sustainability\\_index.html](http://forumethibel.org/content/ethibel_sustainability_index.html).

Entre las áreas de medición se pueden incluir los principios éticos y valores de las organizaciones, las condiciones y ambientes de trabajo, el apoyo a la comunidad, la protección del medio ambiente, así como el marketing responsable. Entre otros instrumentos que pueden ser incluidos están los códigos de conducta, la declaración de principios, los sistemas de gestión ambiental, el balance social, las memorias de sostenibilidad y las etiquetas sociales. Destacan de otro lado, la Norma SA8000 (105), vinculada a las condiciones de trabajo, y el Estándar AA 1000 del Institute of Social and Ethical Accountability (106).

Los temas de responsabilidad social empresarial están estrechamente vinculados a los grupos de interés.

#### La organización empresarial y los grupos de interés:

Una empresa es una organización, en tal sentido, representa a un conjunto de personas dirigidas hacia un objetivo, que como ámbito empresarial es económico, en el manejo de recursos, y que como parte de una comunidad es también social, desde un ámbito que va desde la subsistencia hasta la cohesión y desarrollo social.

---

(101) Se puede revisar mayor información en <http://www3.ethos.org.br/>.

(102) Se puede revisar mayor información en [http://www.iarse.org/new\\_site/site/index.php?put=home](http://www.iarse.org/new_site/site/index.php?put=home).

(103) Se puede revisar mayor información en <http://www.accionrse.cl/>.

(104) Se puede revisar mayor información en <http://www.peru2021.org/principal>.

(105) Se puede revisar mayor información en <http://www.oei.es/salactsi/rtsc8000.pdf> y en <http://qualitas.com.pe/normas/sa-8000>.

(106) Se puede revisar mayor información en <http://www20.gencat.cat/docs/rscat/02%20-%20Ambit%20Empreses%20i%20Organitzacions/Documents/Arxius/AA1000.pdf> y en <http://www.accountability.org/standards/aa1000ses/index.html>.

De manera general, podemos encontrar diferentes grupos de interés alrededor de la empresa, y la responsabilidad de la misma, pasa por cumplir con todos ellos, entre los que se pueden citar:

- ✓ El Estado y las instituciones de gobiernos: a través de los tributos que se pagan.
- ✓ Los proveedores / acreedores: a través del pago de sus obligaciones.
- ✓ Los clientes: a través de la prestación de los servicios.
- ✓ La comunidad: brindando trabajo a las personas.
- ✓ Los trabajadores: a quienes les permite obtener ingresos para el sustento de sus familias.
- ✓ Los usuarios: les permite beneficiarse de sus productos y servicios.
- ✓ Administradores: quienes esperan obtener un beneficio económico por la gestión de realizan.
- ✓ Los accionistas: esperan obtener una rentabilidad.
- ✓ Inversionistas: también esperan obtener una rentabilidad, pero sin asumir el control del negocio.

La responsabilidad de las empresas y su impacto en la economía y la sociedad, y en consecuencia su tratamiento normativo, debe diferenciarse en atención a su envergadura económica. Sin embargo, no existe una clasificación homogénea del tratamiento que reciben las MIPYMES desde los ámbitos contables, societarios, tributarios, laborales o de ventas, siendo necesario analizar su clasificación.

#### **4.1.8. La dispersa clasificación de las MIPYMES:**

La clasificación de las MIPYMES no es uniforme, así encontramos diversos criterios de clasificación desde la perspectiva del sistema financiero, la laboral, el nivel de ventas, la tributaria, por el ámbito de los libros contables, el ámbito organizacional, el ámbito de las compras estatales. Lo que se comenta a continuación.



a) Desde la perspectiva del sistema financiero:

Se consideran: i) micro empresas aquellas si su endeudamiento en el Sistema Financiero, sin incluir créditos hipotecarios para vivienda, es no mayor a S/. 20 mil en los últimos seis meses, ii) pequeñas empresas si su endeudamiento total en el Sistema Financiero, sin incluir créditos hipotecarios para vivienda, es superior a S/. 20 mil pero no mayor a S/. 300 mil en los últimos seis meses, iii) medianas empresas, si el endeudamiento es superior a S/. 300 mil en los últimos seis meses y no cumplen con las características para ser clasificados como corporativos o grandes empresas (107).

b) Desde la perspectiva laboral:

Se consideran: i) micro empresas si no superan los 10 trabajadores, y ii) pequeñas empresas si no superan en un primer momento los 50 trabajadores (108) y luego los 100 trabajadores (109).

Para las medianas empresas rigen las normas generales de ámbito laboral, al igual que las grandes empresas (110) (111).

---

(107) Se puede revisar el reglamento de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFPs, que regula la clasificación de las empresas en [http://www.asesorempresarial.com/web/adjuntos-sumilla/2009-09-18\\_OFXJKHW.pdf](http://www.asesorempresarial.com/web/adjuntos-sumilla/2009-09-18_OFXJKHW.pdf).

(108) Ley N° 28015, del 03 de julio de 2003, denominada Ley de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresas.

(109) El Decreto Supremo N° 007-2008 TR, del sector Trabajo, amplió el alcance hasta los 100 trabajadores.

c) Desde la perspectiva del nivel de ventas:

Para ser considerada micro empresa no debe exceder de 150 unidades impositivas tributarias – UIT. Si la UIT es S/. 3.600, el límite del nivel de ventas corresponde a S/. 540.000. Con la variación del valor de la UIT para el 2012, se ha modificado el límite de ventas.

En el caso de las pequeñas empresas, la ley de las MYPES consideraba que no debía exceder de 850 unidades impositivas tributarias – UIT. Por su parte, el Decreto Supremo N° 007-2008 TR, del sector Trabajo, amplió el alcance del nivel de ventas hasta las 1.700 unidades impositivas tributarias – UIT. Por lo que si la UIT está a S/. 3.600, el importe de las 1.700 UIT equivalen a S/. 6 millones 120 mil.

No se han hecho precisiones específicas respecto a los niveles de ventas exigidos para las medianas y grandes empresas.

---

(110) Las principales características para las microempresas, que se diferencian del régimen general son:

- ✓ En lo que corresponde al seguro social, del 9% que debe asumir el empleador, el 50% está a cargo del empleador y el otro 50% a cargo del Estado.
- ✓ En lo que corresponde a pensiones, bajo la ley 28015, es opcional a cargo del trabajador, mientras que para el DS 007-2008-TR, el 50% lo asume el Estado.
- ✓ En lo que corresponde a asignación familiar, compensación por tiempo de servicios, gratificaciones, no se han considerado para la micro empresa.
- ✓ En lo que corresponde a vacaciones se ha dispuesto 15 días al año.
- ✓ En lo que corresponde al despido arbitrario, con la ley N° 28015 se consideran 15 remuneraciones diarias por año, con un tope de 180 remuneraciones diarias. Para el DS 007-2008-TR se consideran igual 15 remuneraciones diarias por año, pero se reduce el tope a 90 remuneraciones diarias.

(111) Las principales características que presentan las pequeñas empresas, que se diferencian del régimen general, son:

- ✓ En lo que corresponde a las gratificaciones, se consideran 15 días en julio y 15 días en diciembre.
- ✓ En lo que corresponde a la compensación por tiempo de servicios, para el DS N° 007-2008-TR se tienen 15 días por año, con un tope de 90 días.
- ✓ En lo que corresponde al despido injustificado, para la ley N° 28015 son 45 días por año, con tope de 8 años; para el DS 007-2008-TR son 20 días por año, con tope de 120 días.
- ✓ En lo que corresponde a vacaciones, para el DS 007-2008-TR son 15 días por año.

d) Desde la perspectiva tributaria:

Para las micro empresas, en lo que corresponde al régimen tributario, al considerar que las micro empresas tienen como límite los S/. 540 mil de ventas anuales, pueden acogerse tanto al régimen único simplificado – RUS, al régimen especial de impuesto a la renta –RER, y al régimen general.

Los límites establecidos para los diferentes regímenes son:

Cuadro N° 25: Límites de regímenes tributarios.

Régimen tributario	Límite de ingresos anuales	Límite de adquisiciones anuales	Límite de activos fijos (excepto predios y vehículos)
<b>Régimen Único Simplificado -RUS</b>	S/. 360 mil (brutos)	S/. 360 mil (brutos)	S/. 70 mil
<b>Régimen Especial de Impuesto a la Renta - RER</b>	S/. 525 mil (brutos)	S/. 525 mil (brutos)	S/. 125 mil

Fuente: Elaboración propia con información de legislación del Impuesto a la renta y del régimen único simplificado.

En lo que corresponde a las cuotas de pagos:

Cuadro N° 26: Cuotas de pago RUS.

Categorías	Total de ingresos brutos mensuales (hasta S/.)	Total de adquisiciones mensuales (hasta S/.)	Cuota mensual S/.
<b>1</b>	5 mil	5 mil	20
<b>2</b>	8 mil	8 mil	50
<b>3</b>	13 mil	13 mil	200
<b>4</b>	20 mil	20 mil	400
<b>5</b>	30 mil	30 mil	600
<b>Categoría especial RUS</b>	60 mil	60 mil	

Fuente: Elaboración propia con información del régimen único simplificado.

Para las pequeñas empresas, en lo que corresponde a los aspectos tributarios, se aplican los mismos criterios que para las microempresas.

Para las medianas empresa rige el régimen general del impuesto a la renta. Para las grandes empresas rige el régimen general del impuesto a la renta.

e) Clasificación de las empresas por el ámbito contable – libros:

Ámbito contable – micro empresas:

Para el tema de libros y registros contables:

- Para las empresas del nuevo RUS, no existe obligación (tributaria) de llevar libros contables.
- Para las empresas del Régimen Especial de Impuesto a la Renta (RER), deben llevar los Registros de Compras y de Ventas.
- Para el régimen general con ingresos brutos anuales iguales o menores a 150 UIT, es decir, S/. 540 mil, deben llevar al menos Registro de Ventas, Registro de Compra y Libro Diario Simplificado.
- Para el régimen con ingresos brutos anuales mayores a 150 UIT, esto es, S/. 540 mil, se deberá llevar contabilidad completa.

Para el tema de control de costos e inventarios, las exigencias son las siguientes:

- Si tiene ingresos brutos anuales, durante el ejercicio precedente, inferiores a 500 UIT, del ejercicio en curso, es decir, S/. 1.800.000 se deberá llevar:
  - ✓ Inventarios físicos de las existencias, al final del ejercicio, refrendados por contador o persona encargada de su ejecución, y aprobado por representante legal.
- Si tiene ingresos brutos anuales, durante el ejercicio precedente, iguales o mayores a 500 UIT, del ejercicio en curso, es decir, S/. 1.800.000; y, menores o iguales a 1.500 UIT, es decir, S/. 5.400.000 se deberá llevar:
  - ✓ Registro de inventarios permanentes en unidades físicas.
- Si tiene ingresos brutos anuales, durante el ejercicio precedentes, superiores a 1.500 UIT del ejercicio en curso, es decir, S/. 5.400.000 se deberá llevar un sistema de contabilidad de costos (112).

f) Ámbito organizacional – mediana empresa:

Para el caso de las medianas empresas no hay una norma específica que establezca sus límites con respecto a las grandes empresas. Podría tomarse como criterio, que son aquellas que no cotizan en Bolsa o que no tengan obligación pública de rendir cuentas. Este criterio es el adoptado por las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Empresas – NIIF para Pymes, que si bien no distingue expresamente entre pequeñas y medianas empresas, si define el alcance de las Pymes.

Para las NIIF para Pymes las pequeñas y medianas empresas son las entidades que: i) no tienen obligación de rendir cuentas, y ii) publican estados financieros con propósito de información general para usuarios externos.

La aplicación de las NIIF para Pymes fue oficializada por el Consejo Normativo de Contabilidad mediante Resolución N° 045-2010- EF/94, y dispuso su entrada en vigencia a partir del 01 de enero de 2011.

---

(112) El sistema de contabilidad de costos incluye:

- Registro de costos.
- Registro de inventario permanente en unidades físicas.
- Registro de inventario permanente valorizado.

Libros y registros que integran (para el tema tributario) la contabilidad completa:

- ✓ Libro caja y bancos.
- ✓ Libro de inventarios y balances.
- ✓ Libro diario.
- ✓ Libro mayor.
- ✓ Registro de compras.
- ✓ Registro de ventas.

Adicionalmente, se tienen los siguientes libros y registros:

- ✓ Libro de retenciones.
- ✓ Registro de activos fijos.
- ✓ Registro de costos.
- ✓ Registro de inventario permanente en unidades físicas.
- ✓ Registro de inventario permanente valorizado.

La citada resolución excluye de la aplicación de las NIIF para Pymes a:

- ✓ Las empresas bajo la supervisión y control de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores –CONASEV. Este supuesto corresponde a las empresas que cotizan en Bolsa.
- ✓ Las empresas que obtengan, al menos una de las siguientes características:
  - ingresos anuales por ventas de bienes o servicios iguales o mayores a 3 mil UIT.
  - tengan activos totales, iguales o mayores, a 3 mil UIT.

El cálculo se efectuará al cierre del ejercicio anterior, y, la Unidad Impositiva Tributaria de referencia es la vigente al 1 de enero de cada ejercicio.

Este supuesto nos puede llevar a inferir que actúa como un límite máximo para ser considerado mediana empresa, por lo que no le debe ser de aplicación las NIIF para Pymes.

- ✓ Las empresas bajo la supervisión y control de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones – SBS, así como las Cooperativas de Ahorro y Crédito no autorizadas a operar con recursos del público, las que se sujetarán a las normas que emita dicho órgano de control y supervisión. Este supuesto corresponde a empresas financieras.

#### Ámbito organizacional – grandes empresas:

Tomando como referencia la normativa de la Resolución del Consejo Normativo, puede inferirse que va a haber dos tipos de grandes empresas, que superan las 3 mil unidades impositivas tributarias en ingresos o ventas:

- i) aquellas que cotizan en Bolsa, y,
- ii) las que superando los 3 mil UIT no cotizan en Bolsa.

Si la UIT es de S/. 3.600, las 3 mil UIT equivalen a S/. 10 millones 800 mil.

Mediante Ley N° 29720, se dispuso que las empresas *que “no están supervisadas por Conasev”* (sic), si superan las 3 mil UIT, de ingresos o ventas anuales, deberán presentar estados financieros auditados. Esta disposición actualmente está en discusión.

g) Clasificación de las empresas por el nivel de compras estatales:

Los mecanismos de contratación del estado están divididos en procesos de selección como licitación pública, concurso público, adjudicación directa y adjudicación de menor cuantía.

La licitación pública se convoca para la contratación de bienes, suministros y obras. El concurso público se convoca para la contratación de servicios de toda naturaleza. La adjudicación directa se aplica para las contrataciones que realice la Entidad, dentro de los márgenes que establece la Ley de Presupuesto del Sector Público. La adjudicación directa puede ser pública o selectiva. La adjudicación de menor cuantía se aplica a las contrataciones que realice la Entidad, cuyo monto sea inferior a la décima parte del límite mínimo establecido por la Ley de Presupuesto del Sector Público para los casos de licitación pública y concurso público.

A su vez, los procesos de contratación se rigen por los procesos de principio de promoción del desarrollo humano, moralidad, libre concurrencia y competencia, imparcialidad, razonabilidad, eficiencia, publicidad, transparencia, economía, vigencia tecnológica, trato justo e igualitario, equidad, sostenibilidad ambiental, e incluso en la legislación se señala que se dará preferencia a las MIPYMES. Sin embargo, los importes que se establecen en los procesos de contratación, no parecen estar pensados para las MIPYMES en atención a su envergadura, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 27: Límites en procesos de selección.

Procesos de selección		Criterio	Valor de referencia
Contratación de obras	Licitación pública	igual o superior a	UN MILLÓN OCHOCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 1 800 000,00).
	Adjudicación directa	inferior a	UN MILLÓN OCHOCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 1 800 000,00).
Contratación de bienes	Licitación pública	igual o superior a	CUATROCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 400 000,00).
	Adjudicación directa	es inferior a	CUATROCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 400 000,00).
Contratación de servicios	Concurso público	igual o superior a	CUATROCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 400 000,00).
	Adjudicación directa	inferior a	CUATROCIENTOS MIL Y 00/100 NUEVOS SOLES (S/. 400 000,00).

Fuente: Elaboración propia con información de la Ley de presupuesto público.

#### h) Clasificación de las empresas por su personería jurídica:

Las empresas pueden tener diversa personería jurídica, tales como sociedad anónima (113), sociedad comercial de responsabilidad limitada (114), sociedades civiles (115).

(113) Entre las principales características de las sociedades anónimas encontramos las siguientes:

- ✓ El capital social está representado por acciones nominativas.
- ✓ El capital está conformado por el aporte de los socios. No se pueden aportar servicios.
- ✓ Los socios no responden personalmente por las deudas sociales.

La sociedad anónima puede tener dos formas especiales, de forma adicional a la general:

- ✓ La sociedad anónima cerrada: se caracteriza porque no puede tener más de 20 accionistas y no tiene acciones inscritas en Bolsa, y puede carecer de directorio.
- ✓ La sociedad anónima abierta: cuando se cumpla una o más de las siguientes condiciones:
  - Ha hecho oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles en acciones.
  - Tiene más de 750 accionistas.
  - Más del 35% de su capital pertenezca a 175 o más accionistas, sin considerar a: i) aquellos cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil (0,2%) del capital, o ii) exceda del 5% del capital.
  - Se constituya como tal.
  - Todos los accionistas con derecho a voto aprueben por unanimidad la adaptación a dicho régimen.



Entre otras formas de colaboración empresarial, que reconoce la Ley General de Sociedades, se encuentran la asociación en participación (116) y el “joint venture” (117), las que no generan una personería jurídica independiente.

---

(114) Las principales características de la sociedad comercial de responsabilidad limitada están dadas por:

- ✓ El capital está dividido en participaciones.
- ✓ Los socios no pueden exceder de 20.
- ✓ No responden por las obligaciones sociales.

(115) Las sociedades civiles se caracterizan por:

- ✓ Se constituye para un fin común de carácter económico, que se realiza mediante la actividad personal de alguno o de todos sus socios.
- ✓ La sociedad civil puede ser ordinaria o de responsabilidad limitada.
- ✓ En la sociedad civil ordinaria los socios responden de forma personal.
- ✓ En la sociedad civil de responsabilidad limitada, los socios no pueden exceder de 30, y no responden personalmente por las deudas sociales.

(116) La asociación en participación presenta las siguientes características:

- ✓ Es un contrato entre un asociante y un asociado.
- ✓ El asociante otorga al asociado, a cambio de una retribución, una participación en el resultado, o utilidades, de uno o varios negocios o empresas del asociante.
- ✓ El asociante actúa a nombre propio.
- ✓ La gestión del negocio corresponde al asociante.
- ✓ Los terceros no adquieren derechos ni obligaciones frente al asociante.
- ✓ Los asociados tienen derecho a la rendición de cuentas.
- ✓ Los bienes contribuidos por los asociados se presumen que son del asociado, salvo que se encuentren inscritos a nombre de los asociados.

(117) El contrato de consorcio presenta las siguientes características:

- ✓ Dos o más personas se asocian para participar en un negocio o empresa.
- ✓ La participación es directa, cada parte mantiene su autonomía, y tiene como propósito obtener un beneficio económico.
- ✓ Cada parte es responsable de realizar las actividades que se le han encargado.
- ✓ Los bienes siguen siendo de propiedad de cada uno de los participantes.
- ✓ Cada participante adquiere obligaciones y derechos respecto a los terceros, con los cuales se vincula para la realización de sus actividades.

### i) Clasificación de las empresas por su función económica y social:

Debilidades en la conceptualización de las funciones económica y social de las MIPYMES, impactan en su tratamiento normativo, lo que se puede apreciar en la falta de coherencia para regularlas desde el punto de vista organizacional asociado a su envergadura económica, laboral, tributaria, societaria, contable y financiera.

#### La función económica y social de las micro empresas:

La función económica y social de las microempresas está dada por una economía de escasos recursos, y una función social de subsistencia, usualmente empresas familiares, a la que pedirle que cumplan las diversas exigencias empresariales de índole laboral y tributario las colocan al margen de la “formalidad”, y los alejan de los mercados financieros formales, en especial de los mercados de capitales.

Estas empresas se caracterizan por liderazgos individuales, en tal sentido, están asociados a personas naturales, antes que a personerías jurídicas, incluyendo a la empresa individual de responsabilidad limitada. La función social de estas empresas, como se podrá inferir, por sus escasos recursos, no puede ser entendida como de función de aportación tributaria, por lo que le resulta de aplicación un “monotributo”, simbólico antes que recaudatorio, y en el ámbito laboral le correspondería una tarifa única para acceder a la cobertura de la seguridad social. Sin embargo, el tratamiento normativo a nivel de tratamiento organizacional, laboral y tributaria es muy diferente.

#### **4.1.9 Los vacíos de la Ley de MYPES y los factores de promoción:**

El Decreto Supremo N° 007 – 2008 – TR, texto único ordenado de la Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña empresa (en adelante la Ley MYPE), regula en la actualidad a las MYPES. A continuación un análisis de sus principales aspectos.

##### Delimitación de las MYPES:

El Decreto Supremo N° 007 – 2008 – TR, texto único ordenado de la Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña empresa (en adelante la Ley MYPE), establece las siguientes dimensiones para las mismas:

- Microempresas:
  - ✓ Trabajadores: de 1 hasta 10.
  - ✓ Ventas anuales: hasta 150 unidades impositivas tributarias.
- Pequeñas Empresas:
  - ✓ Trabajadores: de 1 hasta 100.
  - ✓ Ventas anuales: hasta 1.700 unidades impositivas tributarias.

Sin embargo, la legislación no ha contemplado una definición para empresas medianas ni grandes. Cabe señalar que para temas contables, a nivel internacional, se reconoce a una PYME como aquella empresa que no cotiza en bolsa.

La primera reflexión que surge al respecto es qué sucede con las empresas que superan las 100 personas y que han alcanzado ventas por encima de las 1.700 UIT, pareciera que en lugar de premiar el esfuerzo se estaría castigando, pues una vez que se superan dichos límites se estarían dejando de contar con los beneficios de la legislación, lo que podría llevar el riesgo que muchas empresas no

declaren de forma formal dichos excesos de ventas o de personal para seguir recibiendo los beneficios. Lo que adicionalmente a las consecuencias legales, es necesario tomarlo en cuenta para premiar la formalidad, en lugar de fomentar la informalidad como una “necesidad aparente” para seguir obteniendo beneficios.

Es necesario tener una visión integral de las empresas, desde las pequeñas hasta las grandes para construir un sistema armónico de incentivos y beneficios que propicien la formalidad y la competitividad de las empresas.

### Los instrumentos de promoción de las MYPEs:

La ley MYPE establece que existen diversos instrumentos de promoción que corresponden a mecanismos sobre acceso a servicios de desarrollo empresarial, servicios financieros, acceso a los mercados, promoción de la investigación. Sin embargo, no pasa de una “declaración de buenas intenciones” porque no precisa cuáles son ni en qué consisten (118).

---

(118) En qué podrían consistir estos mecanismos, a continuación algunas propuestas:

- Servicios de desarrollo empresarial:
  - ✓ Servicios de capacitación.
  - ✓ Servicios de gerenciamiento para empresas que se asocien, y así ahorren costos para compartir una misma gerencia.
  - ✓ Servicios de certificación de la capacidad operativa de las MYPEs para garantizar su capacidad técnica para el cumplimiento de los servicios o productos que se les contrate.
  - ✓ Servicios contables para facilitar las declaraciones tributarias y laborales, así como la presentación de información financiera.
- Servicios financieros:
  - ✓ Creación de un mecanismo centralizado de información de MYPEs, que contribuye a hacerlas conocidas, y cuyo conocimiento reduzca el riesgo que representan. En este ámbito se aplica el criterio que a mayor conocimiento menor riesgo. El objetivo de este mecanismo centralizado sería que la información esté disponible para los potenciales inversionistas, y se pueda iniciar un proceso de acceso hacia los mercados de capitales.
  - ✓ Evaluar permitir que los Fondos de Pensiones puedan adquirir valores de las MYPEs hasta un 1%, lo que promovería el financiamiento de las MYPEs y no pondría en riesgo la continuidad del sistema de pensiones. Para esto se tendría que contar con un tipo de Fondo que incluye inversión en MYPE, que debe ser autorizado por cada trabajador, así como cuando autoriza que se invierta en renta fija, variable o una combinación de ambas, que son los actuales Fondos 1, 2 y 3 de las AFP. (...)

### Instrumentos de formalización:

La ley MYPE busca promover la formalización de las empresas. Sin embargo, la formalización no es ni debe ser tratada como un fin en sí misma, sino más bien como un paso previo a desarrollar una aventura empresarial.

Cuando uno conversa con los microempresarios comprende que ellos están dispuestos a formalizarse, con los costos que implica, siempre y cuando pueden acceder a mercados para sus ventas y financiamiento de operaciones. Su mayor preocupación es realizar un gasto, por la formalización, y luego no acceder al crédito o a un mercado para sus ventas. Bajo esta reflexión entonces es necesario que se evalúe la capacidad de gestión y operativa de una empresa, como requisito previo a iniciar un proceso de formalización, para que el micro y pequeño empresario no sienta una frustración con el proceso de formalización, sino que lo entienda como una oportunidad para realizar mayores negocios y obtener nuevos ingresos que compensen los costos en los que va a incurrir.

---

(...)

- Acceso a los mercados:
  - ✓ Un primer aspecto se está considerando al incluir que las instituciones estatales adquieran hasta el 40% de sus compras.
  - ✓ Un paso siguiente puede ser establecer unidades de compra, pequeñas, para dar apertura a la mayor cantidad de MYPEs, en atención a su capacidad de producción y de transparencia en la información que presenta. Esto estaría vinculado a mecanismos de subaste en bolsa para asignar cuotas en base a los requerimientos. Para el éxito de esta propuesta se requiere contar con referencias técnicas comunes para los productos, y que las empresas hayan pasado por un proceso previo de certificación de su capacidad.
  - ✓ Implementación de infraestructura de almacenes para el desarrollo logístico que facilite el intercambio de mercancías y su depósito.
- Promoción de la investigación:
  - ✓ La investigación de mercados podría ser afrontada con aportes compartidos por las diferentes empresas, a efectos de poder diseñar sus productos de acuerdo a los requerimientos de los mercados.

### Del régimen laboral de las MYPE:

La ley MYPE en materia laboral podría representa una disminución de derechos laborales, en un intento por promover la formalización, reduciendo a la mitad la CTS, las vacaciones y las gratificaciones de julio y diciembre. Sin embargo, cuando se vive en un ambiente “informal”, sin derechos laborales, en realidad con la formalización lo que se está consiguiendo es un reconocimiento de derechos laborales, que antes no se tenían. Cabe destacar que el éxito de las MYPE debe estar más asociada a su capacidad de generar ingresos. Más aún cuando en un análisis de costos de las MYPE el mayor costo que afrontan no es el costo laboral, sino el financiero. Por lo que si se consiguiera reducir el costo financiero, sería de mayor utilidad que reducir el costo laboral.

### Del Sistema de Pensiones Sociales:

Una novedad de la Ley MYPE es la creación de un sistema de pensiones sociales, en el cual participa el trabajador –no afiliado a otro sistema de pensiones – y el Estado, creándose cuentas individuales. Esta idea es un paso intermedio a establecer cuentas individuales en el sistema público de pensiones, y en tal sentido puede ser considerado un aporte. Sin embargo, de otro lado, con fondos públicos se está subvencionando un sistema de pensiones, sin identificar la necesidad real y prioritaria de los beneficiarios, como ocurre actualmente con el sistema público de pensiones, que no está pensado para retribuir en función a los aportes que ha realizado el trabajador, sino en función al último cargo que ha ocupado y su remuneración.

### De los Consejos Regionales y Locales:

La Ley MYPE ha considerado la creación de un Consejo Nacional para el desarrollo de las MYPEs, así como la creación de Consejos Regionales y Locales. En tal sentido es destacable la creación de un espacio de diálogo entre las

instituciones y las MYPEs. Sin embargo, no ha considerado los ingresos tributarios que pudieran obtener los gobiernos regionales y locales por la actividad de las MYPEs, porque si no obtienen ingresos difícilmente van a encontrar un factor motivador para promoverlas. Un tema diferente sería si por ejemplo parte del IGV que generan las MYPE fueran a los gobiernos regionales y locales, entonces probablemente estarían más propensos a promoverlas.

#### **4.1.10. Los instrumentos financieros a emitir en el mercado de capitales, asociados a prácticas de transparencia de la información, para reducir el riesgo financiero.**

El acceso al financiamiento de los bonos a emitirse para las operaciones de las MIPYMES en el mercado de capitales, debe estar asociado al nivel de transparencia que brinde la MIPYME, así como al tamaño de la mismas, esto de forma adicional al análisis de la viabilidad de la operación o proyecto que va a realizar o para el cual solicita el crédito, por lo que es necesario establecer criterios y escalas de actuación de las MIPYMES.

En lo que corresponde a la transparencia de la información pueden adoptarse las prácticas del mercado de valores, del ámbito societario y de gobierno corporativo:

##### **a) Desde el ámbito del mercado de valores:**

Es necesario la presencia de un registro centralizado de información a modo del registro público del mercado de valores, al cual puedan acceder los potenciales inversionistas para revisar la información de acceso al público.

Las comunicaciones de hechos de importancia es otra práctica que debe incorporarse como parte de mantener actualizada la información vinculada a las MIPYMES, para reducir su riesgo por parte de los potenciales inversionistas.

La presentación de la memoria anual de forma que sea de acceso al público.

Los estados financieros también deberían ser públicos, aun cuando no estuvieren auditados. Debe tenerse presente que se parte por un lado de la elaboración de los mismos por parte de un profesional como es el contador público colegiado, así como en atención a los costos que representaría para una MIPYME la realización de las auditorías, en especial para las organizaciones más pequeñas.

b) Desde el ámbito societario:

Debe evaluarse permitirse la presencia de los potenciales inversionistas en las Juntas de Accionistas, a efectos de absolver las consultas sobre la situación de las organizaciones empresariales, a modo de “road show” de inversiones.

c) Desde el ámbito del gobierno corporativo:

Dentro de los mecanismos que pueden ser aprovechados está la figura del director independiente, cuya presencia tendría que evaluarse dentro de las organizaciones empresariales, a efectos de contribuir a reducir el riesgo que representan las MIPYMES. Esto implica cambiar la mentalidad en el caso de empresas familiares, para aceptar la presencia de un tercero dentro de sus directorios.

La titulización de activos es un mecanismo financiero que permite, entre otros aspectos, generar liquidez, diversificar el riesgo, aminorarlos, acceso a nuevos inversores, la optimización de la estructura financiera, representa una oportunidad de negocio, permite la rotación de activos, así como mejora de la transparencia.

Se debe tener presente que en lo que respecta a las estructuraciones financieras, debe tenerse en cuenta el valor del dinero (119) en el tiempo.



---

(119) En lo que respecta al dinero, tenemos que:

- La actual unidad monetaria del Perú que se denomina “nuevo sol” fue aprobada mediante Ley N° 25295 del 18 de diciembre de 1990, y reemplazó a la unidad monetaria denominada “Inti”, que se aprobó mediante Ley N° 24064 del 25 de enero de 1985.
- Entre los tipos de dinero tenemos:
  - ✓ el dinero mercancía y
  - ✓ el dinero fiduciario.
- El dinero mercancía que apareció históricamente antes que el dinero fiduciario:
  - ✓ es aquel en el cual su valor como bien equivale a su valor como medio de pago,
  - ✓ por ejemplo las monedas de oro y plata.
- El dinero fiduciario:
  - ✓ es el emitido por los gobiernos a través de los bancos centrales,
  - ✓ es el caso de las actuales unidades monetarias.

El dinero fiduciario se asoció al patrón oro entre 1821 y 1914, sistema que colapso durante la primera guerra mundial. Al final de la segunda guerra mundial en 1944 en las negociaciones de Bretton Woods (New Hampshire – Estado Unidos) se estableció:

- ✓ un dólar convertible en oro a 35 dólares la onza,
- ✓ se creó el sistema monetario internacional, el Banco de Reconstrucción y Fomento – el Banco Mundial,
- ✓ se establecieron tasas de cambio fijas
- ✓ se creó el Fondo Monetario Internacional para ayudar a los países ante déficit en las balanzas de pago.

El sábado 15 de agosto de 1971, Richard Nixon, Presidente de los Estados Unidos anunció la suspensión de la convertibilidad de dólares a oro.

- Como respaldo del dinero tiene que presentarse:
  - ✓ su aceptabilidad por parte de la sociedad que lo utiliza
  - ✓ debe mostrar un valor predecible vinculado a la oferta y demanda de dinero.
  - ✓ El valor predecible no es otra cosa que el concepto de estabilidad monetaria.
- Entre las funciones que cumple el dinero, tenemos que sirve como:
  - ✓ i) medio de pago,
  - ✓ ii) depósito de valor,
  - ✓ iii) unidad de cuenta,
  - ✓ iv) patrón de pago diferido.
- Como propiedades ideales del dinero tenemos:
  - ✓ su portabilidad,
  - ✓ durabilidad,
  - ✓ divisibilidad,
  - ✓ uniformidad
  - ✓ reconocimiento.

#### 4.1.11. El mercado alternativo de valores:

Mediante Resolución de Superintendencia N° 00025-2012, del Mercado de Valores, publicada el 29/06/2012, se aprobó el reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV, cuyo objetivo es brindar:

*“un régimen de menores requerimientos y obligaciones de presentación de información que el régimen general bajo el cual se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos, en el mercado primario y secundario” (120).*

Se han establecido las siguientes características para participar en el MAV:

- ✓ Ser una empresa domiciliada en el Perú, con una antigüedad de operaciones de tres años.
- ✓ Que sus ingresos promedio de ventas, de los últimos tres años, no exceden de los S/. 200 millones, o su equivalente en dólares.
- ✓ No haber tenido o tener inscritos valores en algún mecanismo centralizado de negociación, ya sea local o en el extranjero.

Entre los aspectos que merecen una reflexión destacan los siguientes:

- ✓ En la medida en que no se cuente con una autorización de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, que permita a las AFPs invertir en los instrumentos del Mercado Alternativo de Valores, difícilmente se podrá realizar una colocación. Debe recordarse que las AFPs son los principales inversionistas a nivel local.
- ✓ Pedirle a una MYPE que asume los costos de ingresar al mercado de capitales, por el pequeño tamaño de sus operaciones, resulta inviable. Es necesario generar economías de escalas, para acceder conjuntamente al mercado de capitales.
- ✓ Es necesario que se permita que una entidad como COFIDE, lidere el proceso en atención a su capacidad de gestión en el mercado de capitales.

---

(120) Artículo 4to del Reglamento Alternativo de Valores.

## **4.2. Pruebas de hipótesis:**

Para las pruebas de hipótesis se han considerados diversas variables e indicadores, provenientes de diversas fuentes de información como el Banco Central de Reserva del Perú (121), entidades reguladoras, la Administración Tributaria, la Superintendencia del Mercado de Valores, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, así como de diversas agencias informativas y calificadoras de riesgo, entre otros.

### **4.2.1. De la hipótesis general:**

Respecto a la primera hipótesis que señala que:

*“Si se aplican prácticas de Buen Gobierno Corporativo, se puede permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero, durante el período 2011 – 2012”.*

---

(121) En lo que respecta al Banco Central de Reserva del Perú:

- El Banco Central de Reserva fue creado mediante Ley N° 4500 publicada en el diario oficial “El Peruano” el viernes 17 de marzo de 1922.
- Su actual Ley Orgánica fue aprobada mediante el Decreto Ley N° 26123 del 29 de diciembre de 1992.
- Se puede citar como antecedente del Banco Central de Reserva a la Casa Nacional de la Moneda creada en 1565:
  - ✓ en 1830 se incorporó al Ministerio de Hacienda,
  - ✓ su administración en 1943 fue asumida por el Banco Central,
  - ✓ se le incorporó como una dependencia del Banco Central mediante Decreto Ley N° 21945 de 1977.

Es con la Constitución de 1979 que por primera vez en el Perú el Derecho Monetario incorpora al Banco Central de Reserva a un nivel constitucional. El artículo 84° de la Constitución Política del Perú establece que la finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria, la cual por consiguiente se convierte en un concepto jurídico constitucional. Complementariamente, se precisa que sus funciones son:

- ✓ regular la moneda y el crédito del sistema financiero,
- ✓ administrar las reservas internacionales a su cargo,

Se han diseñado hipótesis específicas, cuyo análisis de resultados, que se comenta más adelante, permite contrastar la hipótesis general, siendo posible permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales mediante la emisión de bonos, en tanto que se reduzca su riesgo financiero y se diversifique la colocación de los instrumentos financieros a emitirse.

Si se plantea una “función matemática” en atención a la hipótesis general, tendríamos la siguiente:

$$\text{Inclusión social financiera} = f(\text{aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo})$$

Donde la relación es directamente proporcional:

Aumenta

Aumenta

$$\text{Inclusión social financiera} = f(\text{aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo})$$

#### **4.2.2. De las hipótesis específicas:**

##### **a) De la hipótesis específica 1:**

Respecto a la primera hipótesis que señala que:

*“Si se promovieran prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las MIPYMES se podría reducir el riesgo financiero de las MIPYMES”.*

No obstante la crisis financiera internacional, se mantiene un contexto macroeconómico local que permite el desarrollo del mercado de capitales, que permiten la aplicación de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo para reducir el riesgo financiero de las MIPYMES.

Se definieron variables a tanto a nivel internacional como local. Por el lado internacional se consideró a las tasas de interés de los bonos soberanos, de países como Grecia, Italia y España.

A nivel local se consideraron variables como la inflación, las reservas internacionales netas, el crecimiento del PBI y las tasas de interés.

b) De la hipótesis específica 2:

Respecto a la segunda hipótesis que señala que:

*“Si las MIPYMES pudiesen acceder al mercado de capitales, se promovería una reducción de las tasas de interés que tienen que asumir al acudir al sistema financiero local”.*

Las altas tasas de interés que asumen las MIPYMES destruyen su valoración, por lo que se consideraron como variables de análisis las tasas de interés que pagan las MIPYMES por sus operaciones en el sistema financiero local.

c) De la hipótesis específica 3:

Respecto a la segunda hipótesis que señala que:

*“Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (bonos) a emitirse por las MIPYMES, se promovería la participación de las MIPYMES en el mercado de capitales”.*

Se consideraron como variables de análisis los niveles de inversión de los potenciales inversionistas por tipo de instrumento financiero.

d) De la hipótesis específica 4:

Respecto a la cuarta hipótesis que señala que:

*“Si se promueve la emisión de bonos MIPYMES dispersándose el riesgo que representan en el mercado de capitales, se contribuiría a la inclusión social financiera de las MIPYMES”.*

Se consideraron como variables la estructura de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, a efectos de diversidad el riesgo en su estructura de cartera o portfolio de inversiones. Se han considerado como variables las exigencias requeridas para realizar una emisión de bonos. Adicionalmente, se consideraron características que impactan en el riesgo financiero como la información, formalidad y gestión de las MIPYMES.

### **4.3. Presentación de resultados:**

#### **4.3.1. De las hipótesis específicas:**

a) De la hipótesis específica 1:

Se ha verificado que *“Si se promovieran prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las MIPYMES, se podría reducir el riesgo financiero de las MIPYMES”*. No obstante la crisis financiera internacional, se mantiene un contexto macroeconómico local que permite el desarrollo del mercado de capitales; en atención a los siguientes indicadores:

- ✓ El control de la inflación, que durante los últimos años ha estado por debajo de los dos dígitos, y que para el 2011 fue de 4.74%.
- ✓ El tipo de cambio que ha mostrado una tendencia a la apreciación de la moneda local.

- ✓ El producto bruto interno que muestra un crecimiento del 6,92% a fines del 2011.
- ✓ El crecimiento de las reservas internacionales netas, que a diciembre de 2012 superaban los 50 mil millones de dólares.

b) De la hipótesis específica 2:

Se ha verificado que *“Si las MIPYMES pudiesen acceder al mercado de capitales, se promovería una reducción de las tasas de interés que tienen que asumir al acudir al sistema financiero”*. Las altas tasas de interés que asumen las MIPYMES destruyen su valoración. Las tasas efectivas anuales que se alcanzaron durante el 2011 fueron las siguientes:

- ✓ En el sistema bancario se alcanzó el 47% para las micro-empresas.
- ✓ En las empresas financieras se alcanzó el 63% para las micro-empresas.
- ✓ En las cajas municipales de ahorro y crédito se alcanzó el 90% para las medianas empresas.
- ✓ En las cajas rurales de ahorro y crédito se alcanzó el 125% para pequeñas empresas.
- ✓ En el sistema de Edpymes se alcanzó el 128% para micro empresas.

c) De la hipótesis específica 3:

Se ha verificado que *“Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (bonos) a emitirse por las MIPYMES, se promovería la participación de las MIPYMES en el mercado de capitales”*. El mercado de capitales cuenta con potenciales inversionistas para MIPYMES; en atención a que:

- ✓ Por el lado de la oferta de instrumentos financieros, entre los años 2005 al 2010, se han colocado instrumentos financieros por valor de 15 mil millones de soles y US\$ 4 mil millones de dólares.
- ✓ Por el lado por el lado de la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, que al 31 de agosto de 2011, suman 84 mil millones de soles.

d) De la hipótesis específica 4:

Se ha verificado que *“Si se promueve la emisión de bonos MIPYMES, dispersando el riesgo que representa en el mercado de capitales, se contribuiría a la inclusión social financiera de las MIPYMES”*. La estructura de cartera o portafolio de las administradoras de fondos de pensiones, muestra que si se les permitiera invertir hasta el 1% en bonos MIPYMES no se pondría en riesgo los fondos de pensiones y por otra parte, permitiría aportar fondos para reducir los costos financieros de las MIPYMES.

Complementariamente, debe destacarse que la falta de información, informalidad, debilidad en la gestión impactan en el riesgo financiero de las MIPYMES; siendo necesario promover su transparencia mediante prácticas de:

- ✓ Buen gobierno corporativo.
- ✓ Transparencia en la información.
- ✓ Creación de un mecanismo de centralización de información de las MIPYMES, para que pueda ser de acceso al público, a los inversionistas y reducir el riesgo que representan.
- ✓ Presentación de información del grupo económica que conforman.

Se ha verificado que es posible estructurar una emisión de bonos de las MIPYMES reduciendo su riesgo financiero; para lo cual es necesario apalancarse en una institución de prestigio y experiencia, que bien puede ser COFIDE.



#### 4.3.2. De la hipótesis general:

Se ha verificado que *“Si se aplican prácticas de Buen Gobierno Corporativo, se puede permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero, durante el período 2011 – 2012”*. Es posible permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales mediante la emisión de bonos, en tanto que se reduzca su riesgo financiero y se diversifique la colocación de los instrumentos financieros a emitirse; para lo cual es necesario:

- ✓ Mantener los indicadores de estabilidad macroeconómica.
- ✓ Aprovechar la presencia de los potenciales inversionistas, en especial de las AFPs y de los consumidores “verdes”.
- ✓ Que el mercado de capitales representa una reducción del costo de financiamiento de las MIPYMES.
- ✓ Aprovechar las prácticas de transparencia y de buen gobierno corporativo para reducir el riesgo financiero que representan las MIPYMES, y por ende, de su costo financiero.
- ✓ Apalancar la operación de una institución de prestigio como COFIDE.

## **CAPÍTULO V**

### **IMPACTOS**

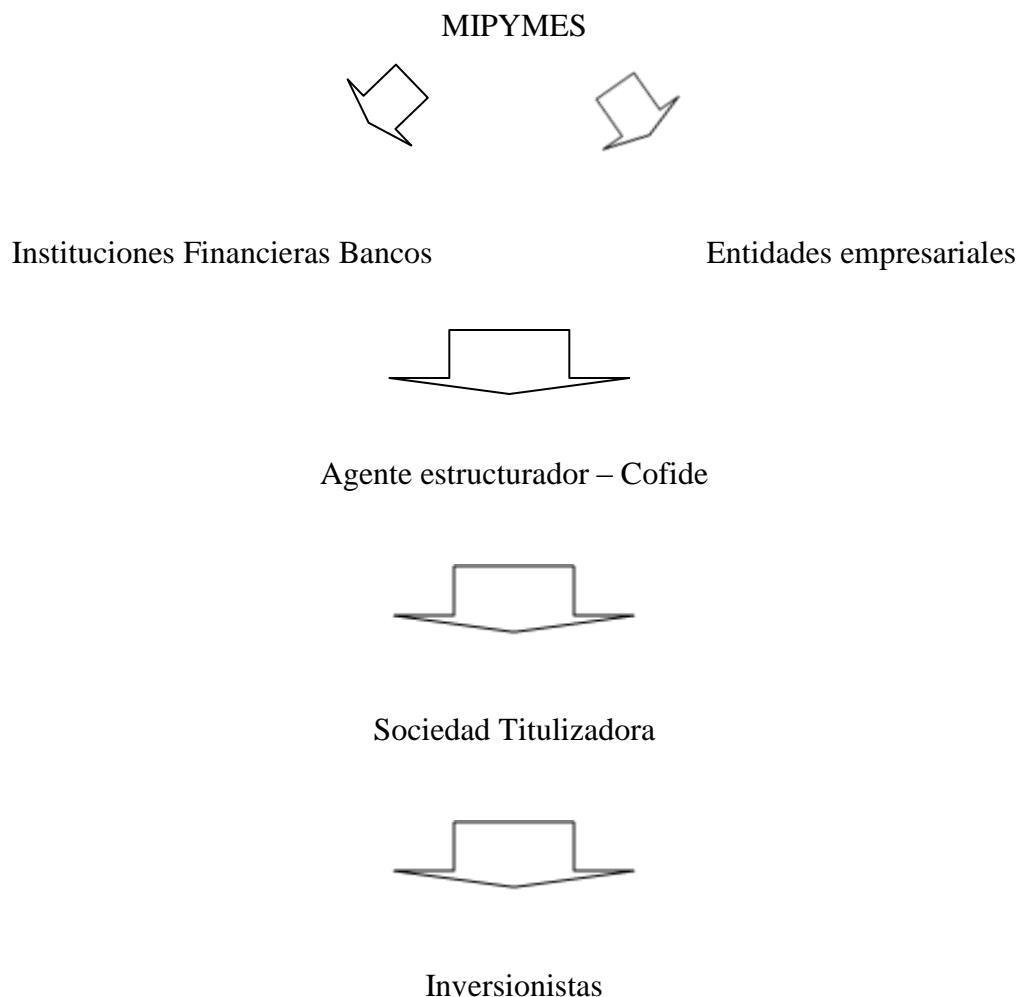
#### **5.1. Propuesta para la solución del problema:**

Sería muy complejo que las MIPYMES pudieran realizar por si mismas una emisión de instrumentos financieros en el mercado de capitales locales, por lo que es necesario diseñar un modelo con la participación de diferentes instituciones, cuya presencia, contribuya a reducir el riesgo de la operación por un lado, por otro al éxito de la operación en el mercado. Por lo que es necesario contar con una entidad estructuradora, y del apoyo de las instituciones financieras, así como de modificaciones en el mercado de valores.

### Descripción del modelo:

El modelo propuesto puede ser articulado de la siguiente manera:

Gráfico N° 09: Modelo propuesto.



Fuente: elaboración propia.

### La entidad estructuradora:

La primera pregunta que debemos formularnos para el proceso de estructuración es cuál sería la entidad que podría realizar la estructuración. La respuesta viene tanto desde el sector privado como del sector público. En el caso del sector público se cuenta con la Corporación Financiera de Desarrollo, mientras que por el lado del sector privado están las sociedades titulizadoras. Sin embargo, en la experiencia actual, las sociedades titulizadoras actúan por encargos de terceros, y

no asumiendo directamente el riesgo de la titulización. Por tal sentido, mientras madure el sistema, resulta más conveniente estructurar la operación con Cofide.

Ahora bien, por qué elegir un proceso de estructuración de titulización de activos, porque la constitución de un patrimonio fideicometido ofrecería una mayor garantía para los inversionistas, en tanto que se distingue el patrimonio fideicometido del patrimonio de las MIPYMES.

La siguiente pregunta que deberíamos formularnos está dada por la fuente de ingresos futuros que serían titulizados, la respuesta viene dada por las ventas futuras de las Mipymes que pudieran estar vinculadas a pagos electrónicos, como tarjetas de créditos, y por los pagos por los créditos solicitados a los bancos.

#### La titulización de activos:

Para un proceso de titulización de activos (122) es necesario tener presente los siguientes aspectos: i) objetivos de la titulización de activos, ii) elementos de la titulización, iii) activos titulizables, iv) autorización para la emisión,

##### i) Objetivos de la titulización de activos:

Entre los objetivos para una titulización de activos, destacan la generación de liquidez (123), diversificación del riesgo (124), aminoración del riesgo (125), acceso a nuevos inversores (126), optimización de la estructura financiera (127), representa una oportunidad de negocio (128), así como contribuye a mejorar la transparencia (129).

---

(122) El artículo 291° de la Ley del Mercado de Valores señala que:

*“Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respetar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores”.*

Por su parte, el artículo 301° de la Ley del Mercado de Valores establece que:

*“En el fideicomiso de titulización una persona, denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos a favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario”.*

(123) Permite la generación de liquidez, por ejemplo, en el caso que se titulicen cuentas por cobrar, en la medida en que al emitirse nuevos valores que tienen como respaldo las cuentas por cobrar, se les está dotando de liquidez, con la emisión de nuevos valores, en lugar de esperar a su fecha de vencimiento.

(124) Se diversifica el riesgo cuando no es sólo un inversionista el que adquiere la totalidad de los instrumentos financieros a emitirse, sino un conjunto de inversionistas que adquieren la emisión.

(125) Se aminora el riesgo, en contraposición a un bono corporativo, en tanto que está asociado a la figura de un patrimonio autónomo que sirve de respaldo para el cumplimiento del pago de los bonos.

(126) Se permite el acceso a nuevos inversores en cuanto representa una oportunidad de inversión, dado el respaldo que pueden presentar con la constitución del patrimonio de propósito exclusivo, cuya finalidad es respaldar el pago de los bonos.

(127) Permite mejorar la estructura financiera, en cuando que permite por ejemplo que las cuentas por cobrar, al ser titulizadas, respalden una emisión de bonos titulizados, los que representan una alternativa en la estructura de financiamiento de una empresa.

(128) Representa una oportunidad de negocio, en atención a que existe una demanda de instrumentos financieros para los potenciales inversionistas, así como para las entidades encargadas de la estructuración de la operación.

(129) Se mejora la transparencia al tenerse que cumplir con las exigencias de proporcionar información a los mercados, como la memoria anual, hechos de importancia, entre otros.

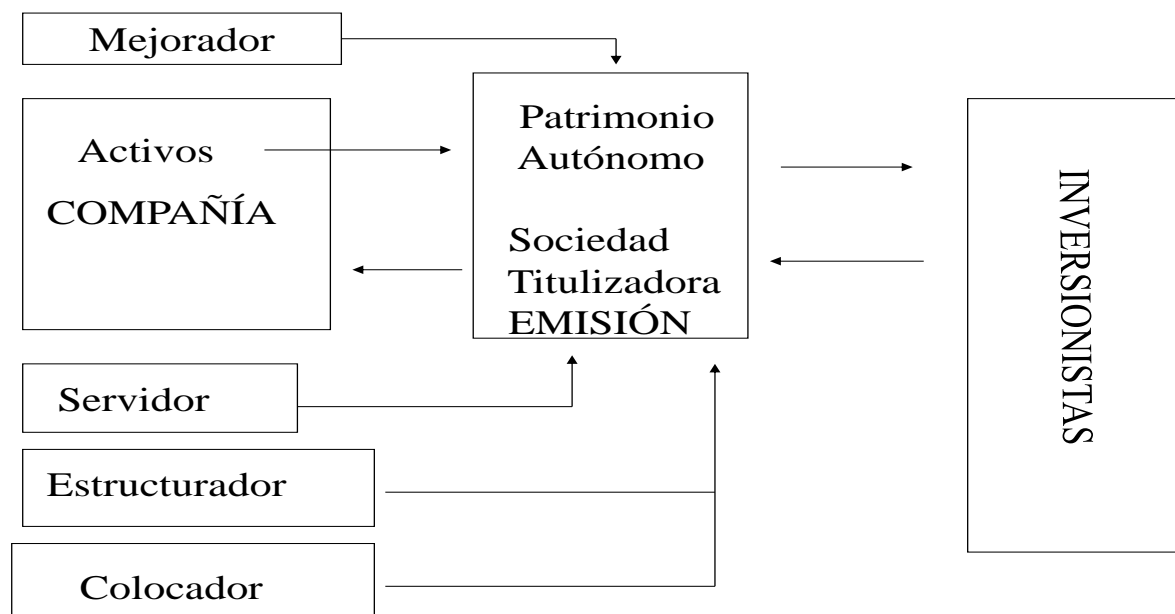
## ii) Elementos de la titulización:

Entre los elementos de la titulización, encontramos los siguientes:

- Activos: Recurso líquidos y toda clase de bienes y derechos.
- Activos crediticios: derechos incorporados o no en valores.
- Mejorador: persona que otorga garantías adicionales
- Originador: Persona en interés de quien se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán
- Patrimonio de propósito exclusivo: El que sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados.
- Respaldo: la garantía o fuente de recursos para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en procesos de titulización.
- Servidor: la persona que ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes de un patrimonio de propósito exclusivo.

De manera gráfica, se tiene la siguiente presentación:

Gráfico N° 10: Modelo de emisión de bonos.



Fuente: elaboración propia.

### iii) Activos titulizables:

Los activos titulizables son aquellos activos de libre disposición. Se incluye la esperanza incierta, establecida en el artículo 1409 del código civil. Cabe destacar que no pueden ser titulizados los activos embargados (130) o sujetos a litigio (131).

### iv) Autorización para la emisión:

Cabe destacar que corresponde a la Junta General de Accionistas aprobar la emisión de obligaciones. En esta línea de ideas, se deberá tener presente la posibilidad de delegar en el Directorio y/o funcionarios (132) de la compañía facultades para suscribir los contratos y documentos necesarios para la emisión, tales como: contrato de estructuración (133), colocación (134), constitución del patrimonio en fideicomiso (135), fijar las características de la emisión (136), transferencia de activos (137), inscripción en el Registro del Mercado de Valores (138), entre otros.

---

(130) Los activos embargados, por su misma condición, no pueden estar en poder de la sociedad titulizadora ni formar parte del patrimonio de propósito exclusivo que respalde la emisión, En tanto, que su naturaleza misma implica que están bajo el poder de un tercero.

(131) Los activos sujetos a litigio, respecto a los cuales existe una incertidumbre jurídica sobre el potencial resultado del mismo, representan un nivel de riesgo que no es aceptado por la legislación que regula la emisión de bonos titulizados. Su explicación resulta lógica, en tanto que si se permitiera que bienes sujetos a litigio formasen parte del patrimonio autónomo, en caso que el resultado del litigio fuera desfavorable, tales activos dejarían de respaldar el patrimonio autónomo o fideicometido con el consiguiente perjuicio para los inversionistas.

(132) La razón para delegar en el directorio o en funcionario de la organización empresarial, reside en la dificultad de convocar a Junta General de Accionistas para autorizar cada uno de los documentos que deban ser suscritos o autorizaciones que deban ser solicitadas. Incluso, en las organizaciones donde convocar al directorio es complejo y poco frecuente, resulta adecuado delegar las facultades en funcionarios como el gerente general, responsable de finanzas, asesor legal o secretario general.

### El sistema actual de financiamiento que realiza Confide:

En la actualidad Cofide cuenta con diversos programas para las MYPES, como son Microglobal, Propem, Habitat Productivo, Créditos subordinados y Fondemi. La estructura del programa de financiamiento es la siguiente:

- Obtención de financiamiento: Cofide obtiene los recursos de diversas fuentes de financiamiento, siendo Cofide responsable de su devolución.
- Canalización de los recursos: Cofide canaliza los recursos a través de las instituciones financieras, siendo las instituciones financieras las que responden por su cumplimiento.
- Destinatarios: Las instituciones ofrecen los créditos a las tasas que estimen pertinentes con los usuarios Mypes.

(133) El contrato de estructuración, hace referencia al diseño de la emisión. Se requiere contar con un estructurador, usualmente una entidad financiera que asesora a la empresa emisora.

(134) La colocación de instrumentos financieros, en el mercado de valores, por disposición legal, requiere la presencia de sociedades agentes de bolsa – SAB. Sería importante, a efectos de reducir costos, evaluar que se puedan colocar a través de las ventanillas, por ejemplo, del Banco de la Nación o las entidades financieras privadas, con le objetivo de facilitar el acceso como ahorro e inversión.

(135) La conformación del patrimonio en fideicomiso es uno de los aspectos más importantes del proceso de titulación en tanto y en cuanto que dicho patrimonio es el que va respaldar el cumplimiento del pago a los inversionistas que adquieran los bonos titulizados.

(136) Entre las características de la emisión pueden estar el plazo, las tasas de interés, las monedas a ser utilizadas, los plazos y fechas de pago, entre otros aspectos.

(137) La transferencia de activos resulta importante tenerla presenta en tanto que se esté ante activos que requieran una inscripción en registros públicos, como el caso de los inmuebles, o presenten alguna característica diferente que amerite un determinado tratamiento legal y administrativo. Por ejemplo, en el caso de titularizar cuentas por cobras futuras se necesitará realizar la cesión de derechos respectiva.

(138) El Registro del Mercado de Valores puede ser calificado como la “columna vertebral” del mercado de valores, en tanto que en dicho registro se inscribe la información de los emisores y de las emisiones, permitiendo que sea público el acceso a dicha información.



El modelo propuesto presenta semejanzas y diferencias:

- Respecto a la obtención de financiamiento: Cofide participa, pero los recursos que respaldan el cumplimiento, provienen del patrimonio fideicometido a crearse.
- Canalización de los recursos: Los recursos son canalizados por las instituciones financieras directamente hacia las MIPYMES que ha calificado, beneficiándose directamente con la reducción de las tasas de interés. Las instituciones financieras ofrecen un servicio de ventanilla, asesoría y cobranza para las MIPYMES.
- Destinatarios: Los destinatarios, MIPYMES, son los beneficiarios de las tasas de interés más reducidas.

#### Las instituciones financieras:

La participación de las instituciones financieras es de suma importancia, en tanto que su capilaridad comercial permite llegar a una mayor cantidad de MIPYMES. De otro lado, su conocimiento del cliente, a través de su historial, permite hacerlo calificar al modelo propuesto. De acuerdo a su cumplimiento, tienen que diseñarse escalas de préstamos y tasas, como una medida de prevención de riesgos.

#### Las instituciones financieras como comisarios de la emisión:

La figura del “comisario” de la emisión de existe en la actualidad en nuestra ley del mercado de valores. Pero que sí se da en modelos vecinos, como es el caso de la Ley del Mercado de Valores de Chile. La figura del “comisario”, cuya denominación viene de la experiencia europea, está dada por una institución financiera que recibe los fondos de la emisión y que va a ir liberándolos a medida que se va desarrollando el proyecto propuesto por los emisores, en este caso, los modelos de negocio propuestos por las MIPYMES. Esto es sumamente importante, porque reduce el riesgo que la MIPYME reciba la integridad de los

fondos y luego no los vaya a destinas al proyecto o modelo de negocio presentado.

#### Términos y condiciones para tener presente:

Tomando como referencia el Reglamento de Crédito Mivivienda (139), se deberán tener presente aspectos tales como: i) utilización de recursos del fondo, ii) calificación de los bienes a ser financiados, iii) la fijación de tasas de interés y comisiones, iv) el premio del buen pagador, v) la garantía, vi) la cobertura, vii) límite para las cuotas.

##### i) Utilización de recursos del fondo:

La mecánica de utilización del fondo consiste en otorgar préstamos a instituciones financieras intermediarias, denominadas “IFIS”, con el objetivo que otorguen subpréstamos. En el crédito Mivivienda se otorgan estos subpréstamos para financiar la adquisición de vivienda, pero bien se podrían financiar operaciones de las MIPYMES.

##### ii) Calificación de los bienes a ser financiados:

Para el crédito Mivivienda se realiza una calificación del bien a ser financiado, vivienda, que debe cumplir con dos condiciones. La primera condición alude a un valor mínimo de la vivienda, que debe ser de 14 UIT (unidades impositivas tributarias). La segunda condición corresponde al valor máximo de la vivienda, que se establece en 70 UIT (140). Esta idea de calificar y poner límites, resulta interesante, en la medida en que permitiría crear productos estandarizados, por calificaciones de importes y sectores, para las MIPYMES que accedan a este tipo de financiamiento.

Para el año 2013, el Fondo Mivivienda estima colocar más de 45 mil créditos por un importe que superaría lo entregado en el 2012 por más de mil millones de soles (141).

iii) La fijación de las tasas de interés y comisiones:

Las tasas de interés y comisiones son fijadas por el Fondo y pueden variar en función al riesgo relativo y al plazo. Esto permite ejercer un control, aunque “relativo”, sobre las tasas de interés, a las que pueden acceder las MIPYMES. Se entiende que las entidades financieras, a su vez, cobrarán unos puntos porcentuales al cliente final. Lo importante aquí es que se brinde una alternativa de financiamiento que represente un menor costo para las MIPYMES que califiquen.

iv) El premio al “buen pagador”:

El premio al “buen pagador” es una de las figuras más “innovadoras” del modelo del crédito “mivivienda”. Esta iniciativa debe ser replicada para el financiamiento a las MIPYMES. Para la aplicación de esta figura se trabajan con dos tramos, uno concesional y otro no concesional.

---

(139) El Reglamento de Crédito, Nuevo Crédito Mivivienda, fue modificado mediante acuerdo de Directorio N° 02-16D-2012, adoptado en la sesión N° 16-2012 de fecha 26 de julio de 2012. Mayor información se puede ver en <http://www.mivivienda.com.pe/NR/rdonlyres/0E15F4B1-312A-4407-92E4-B7B764962D59/10302/NuevoReglamentoNCMVSet2012.pdf>.

(140) La Unidad Impositiva Tributaria ha tenido los siguientes valores en el tiempo: para el año 2012 es de S/. 3.650, para el 2011 fue de S/. 3.600, para el 2010 S/. 3.600 y para el 2009 S/. 3.550. Un mayor detalle se puede apreciar en <http://www.sunat.gob.pe/indicestasa/uit.html>.

(141) Se puede ver mayor información en <http://elcomercio.pe/economia/1509221/noticia-creditos-fondo-mivivienda-registraran-aumento-15-2012>.

El premio al buen pagador se aplica al tramo no concesional, dando por cancelada la cuota, intereses y comisiones, siempre que el cliente haya sido calificado como buen pagador por parte de la entidad financiera. Esta figura permite promover el cumplimiento de las cuotas a tiempo, para hacer uso del beneficio. Lo que se evalúa de forma semestral, lo que permite mantener la motivación del cliente en el cumplimiento del pago.

v) La garantía:

En el caso del crédito Mivivienda, la garantía “natural” es la hipoteca que se va a adquirir. En el caso de las MIPYMES, si bien se pueden aceptar garantías hipotecarias, resultaría de aplicación la figura de la prenda, en especial, la prenda flotante (142) que puede aplicarse a la mercadería de las MIPYMES. Se entiende que los créditos de las mismas serían para sus operaciones, principalmente.

vi) La cobertura:

En el Crédito Mivivienda la cobertura del riesgo, de incumplimiento del cliente, es compartida tanto por el Fondo como por las instituciones financieras intermediarias. Si el incumplimiento se presenta dentro de los primeros 8 años, el Fondo asume 1/3 y la entidad financiera 2/3. Por otra parte, si el incumplimiento se presenta luego de los primeros 8 años, el Fondo asume 1/6, mientras que la entidad financiera 5/6. En ambos casos se reprograman los plazos y cronograma de pagos. Esta figura en la que se comparte el riesgo, por el Fondo y las entidades financieras, resulta pertinente para los créditos a las MIPYMES. Compartir el riesgo tiene sustento en tanto que las entidades financieras han sido las encargadas de evaluar al cliente.

---

(142) La garantía flotante consiste en otorgar una prenda sobre las mercaderías, se conoce como una garantía “sin desplazamiento”. Esto resulta de aplicación de acuerdo a lo dispuesto por la Ley 28677, Ley de Garantía Mobiliaria. Se puede ver mayor información en [http://www.derecho.usmp.edu.pe/instituto/revista/articulos/LEY\\_N\\_28677\\_DE\\_GARANTIA\\_MOBILIARIA.pdf](http://www.derecho.usmp.edu.pe/instituto/revista/articulos/LEY_N_28677_DE_GARANTIA_MOBILIARIA.pdf).

## vii) Límites para las cuotas:

El crédito mivivienda establece que la relación entre la cuota del crédito por pagar y los ingresos del cliente, no deberá superar el 40%. Esto tiene mucho sentido para manejar la cobertura del riesgo de incumplimiento y evitar el “sobreendeudamiento” del cliente, que al final impacta en su capacidad de pago. Fijar un límite similar resulta muy pertinente para los créditos a las MIPYMES, tomando como referencia el ingreso promedio de las mismas.

Las tasas de interés efectivas respecto a las tasas de costo efectivo anual, se pueden apreciar en el siguiente cuadro, resalta el hecho de que las tasas no resaltan el 13% anual (143):

Cuadro N° 28: Tasas de interés créditos Mivivienda.

Empresas	Tasa de Interés Efectiva Anual (TEA) (%)	Tasa de Costo efectivo anual y Cuota mensual referencial en S/., considerando el Bono al Buen Pagador
	TEA	TCEA
<b>Banca Múltiple</b>		
Banco Continental	9.39	8.17
Banco Financiero	9.1	8.62
Banco de Comercio	12	11.09
Banco de Crédito	9.7	8.56
Interbank	9.8	8.76
Scotiabank	9.85	8.67
<b>Empresas Financieras</b>		
Financiera TFC	9.5	8.2
<b>Cajas Municipales</b>		
CMAC Arequipa	11.895	9.02
CMAC Huancayo	12.68	10.68
CMAC Ica	11.48	9.57
CMAC Paita	11.5	10.12
CMAC Trujillo	12.5	11.59
Popular de Lima	9.5	9.16
<b>Cajas Rurales</b>		
CRAC Credinka	9.6	8.58
CRAC Señor de Luren	12.01	10.73
<b>Edpymes</b>		
Alternativa	-	-
Mi Casita	9.45	8.4
Nueva Visión	-	-
Raíz	-	-
<b>Administradora Hipotecaria</b>		
Incasa Adm. Hipot.	9.45	7.78

Fuente: Elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.

(143) Se puede ver mayor información en [http://www.sbs.gob.pe/download/TipoTasa/files/00107\\_1.htm](http://www.sbs.gob.pe/download/TipoTasa/files/00107_1.htm).

## **5.2. Costos de implementación de la propuesta:**

Los costos son los mismos que en la actualidad vienen desarrollando para sus actividades tanto las instituciones financieras como COFIDE, lo que se busca es reorientar sus actividades para una mayor eficiencia en la gestión de MIPYMES, que se exprese en una reducción del costo financiero para las mismas.

## **5.3. Beneficios que aporta la propuesta:**

Los principales beneficios que se obtendrían son:

- ✓ Se reduce el costo financieros de las MIPYMES.
- ✓ Se promueve la formalización de las MIPYMES.
- ✓ Las MIPYMES son una de las principales generadoras de fuentes de trabajo.
- ✓ Se permite la inclusión social financiera de empresas y trabajadores.
- ✓ Se crean nuevos instrumentos financieros para los potenciales inversionistas, en especial para las administradoras de fondos de pensiones.

En los siguientes cuadros, se han comparado las tasas de interés estimadas, en base a promedio, respecto a los créditos vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atrás, y se le ha comparada frente a estimaciones de potenciales tasas de los bonos MIPYMES. Los ahorros que representarían a continuación.

i) Para las micro empresas podrían alcanzar los S/. 950 millones. Un mayor detalle se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 29: Créditos micro empresas octubre 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Micro empresas (octubre 2012)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso (a)	Interés con tasa promedio 33,2% (b)	Interés al 15% de bonos MIPYMES (c)	Diferencia entre b y c
Bancos	2,438,307,000	27,205,000	70,103,000	2,340,999,000	777,211,668	351,149,850	426,061,818
Financieras	2,236,002,000	9,710,000	105,789,000	2,120,503,000	704,006,996	318,075,450	385,931,546
Cajas municipales	67,726,000	265,000	11,456,000	56,005,000	18,593,660	8,400,750	10,192,910
Cajas rurales	768,749,000	13,170,000	51,495,000	704,084,000	233,755,888	105,612,600	128,143,288
Eduymes	372,254,000	1,870,000	22,243,000	348,141,000	115,582,812	52,221,150	63,361,662
<b>Total</b>	<b>5,510,784,000</b>	<b>50,350,000</b>	<b>238,843,000</b>	<b>5,221,591,000</b>	<b>1,733,568,212</b>	<b>783,238,650</b>	<b>950,329,562</b>

Fuente: Elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.

ii) Para las pequeñas empresas podrían alcanzar los S/. 2,47 mil millones. Un mayor detalle se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 30: Créditos pequeñas empresas octubre 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Pequeñas empresas (octubre 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso (a)	Interés con tasa promedio 33,2% (b)	Interés al 15% de bonos MIPYMES (c)	Diferencia entre b y c
Bancos	11,739,454,000	272,036,000	688,332,000	10,779,086,000	3,578,656,552	1,616,862,900	1,961,793,652
Financieras	2,058,763,000	28,890,000	126,741,000	1,903,132,000	631,839,824	285,469,800	346,370,024
Cajas municipales	263,564,000	1,414,000	39,780,000	222,370,000	73,826,840	33,355,500	40,471,340
Cajas rurales	785,639,000	21,671,000	55,531,000	708,437,000	235,201,084	106,265,550	128,935,534
Edpymes	285,916,000	3,066,000	24,027,000	258,823,000	85,929,236	38,823,450	47,105,786
<b>Total</b>	<b>15,133,336,000</b>	<b>327,077,000</b>	<b>934,411,000</b>	<b>13,613,025,000</b>	<b>4,519,524,300</b>	<b>2,041,953,750</b>	<b>2,477,570,550</b>

Fuente: Elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.

iii) Para las medianas empresas podrían alcanzar los S/. 4,5 mil millones. Un mayor detalle se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro medianas empresas octubre 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Medianas empresas (octubre 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	Interés con tasa promedio 33,2% (b)	Interés al 15% de bonos MIPYMES (c)	Diferencia entre b y c
Bancos	25,464,221,000	462,092,000	699,305,000	24,302,824,000	8,068,537,568	3,645,423,600	4,423,113,968
Financieras	391,720,000	7,995,000	9,869,000	373,856,000	124,120,192	56,078,400	68,041,792
Cajas municipales	108,938,000	12,531,000	11,853,000	84,554,000	28,071,928	12,683,100	15,388,828
Cajas rurales	156,748,000	4,224,000	5,809,000	146,715,000	48,709,380	22,007,250	26,702,130
Edpymes	14,823,000	16,000	641,000	14,166,000	4,703,112	2,124,900	2,578,212
<b>Total</b>	<b>26,136,450,000</b>	<b>486,858,000</b>	<b>727,477,000</b>	<b>24,922,115,000</b>	<b>8,274,142,180</b>	<b>3,738,317,250</b>	<b>4,535,824,930</b>

Fuente: Elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.

iv) Para el sistema de MIPYMES podrían alcanzar los S/. 8 mil millones. Un mayor detalle se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 32: Créditos MIPYMES octubre 2012.

Créditos directos según tipo de crédito y situación (S/.)	Total MIPYMES (octubre 2012)						
Entidades financieras	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o atraso	Interés con tasa promedio 33,2% (b)	Interés al 15% de bonos MIPYMES (c)	Diferencia entre b y c
Bancos	39,641,982,000	761,333,000	1,457,740,000	37,422,909,000	12,424,405,788	5,613,436,350	6,810,969,438
Financieras	4,686,485,000	46,595,000	242,399,000	4,397,491,000	1,459,967,012	659,623,650	800,343,362
Cajas municipales	440,228,000	14,210,000	63,089,000	362,929,000	120,492,428	54,439,350	66,053,078
Cajas rurales	1,711,136,000	39,065,000	112,835,000	1,559,236,000	517,666,352	233,885,400	283,780,952
Edpymes	672,993,000	4,952,000	46,911,000	621,130,000	206,215,160	93,169,500	113,045,660
<b>Total</b>	<b>47,152,824,000</b>	<b>866,155,000</b>	<b>1,922,974,000</b>	<b>44,363,695,000</b>	<b>14,728,746,740</b>	<b>6,654,554,250</b>	<b>8,074,192,490</b>

Fuente: Elaboración propia con información del portal web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.

## CONCLUSIONES

1. El presente trabajo aborda la problemática de cómo las prácticas de buen gobierno corporativo pueden contribuir a la inclusión social financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas –MIPYMES-, en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero. El contexto en el cual se realiza el presente trabajo en el ámbito internacional, es de crisis financiera, en especial en la zona euro, que impacta en las tasas de interés, mientras que en el ámbito local se busca la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales.
2. Según estadísticas de Proinversión, las pequeñas y microempresas representan aproximadamente el 45% del Producto Bruto Interno. Por otra parte, contribuyen al 88% de puestos de trabajo, de allí su gran importancia como factor de desarrollo. Empero, en la actualidad las MIPYMEs tienen que afrontar altas tasas de interés para el financiamiento de sus operaciones, que pueden superar hasta el 100% anual, siendo necesario plantear alternativas para reducir tan alto costo de financiamiento, en un contexto de globalización.
3. Luego de la crisis asiática de 1997, se buscan propuestas para recuperar la confianza de los inversionistas, a nivel global. La respuesta a dicha búsqueda, recae entonces en la preocupación por prácticas de Buen Gobierno Corporativo. Entre los informes anteriores a la crisis asiática se pueden citar los informes Cadbury de 1992 y Greenbury de 1995 en Reino Unido, y Vienot I de 1995 en Francia. Posteriores a la crisis asiática, se pueden citar el Código de Buen Gobierno Informe Olivencia de 1998, Informe Aldama de 2003, en España, el informe Vienot II de 1999, en Francia, los Principios de Buen Gobierno de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico – OCDE-, de 1999 y 2004. Por su parte, el Perú, en julio de 2002, aprobó los



Principios de Buen Gobierno para las sociedades peruanas, en especial, para las cotizadas en mecanismos centralizados de negociación, la Bolsa de Valores de Lima.

4. Tomando como referencia los Principios de Buen Gobierno Corporativo, de la OCDE, se debe destacar:
  - a. La necesidad de garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo que promueve la transparencia y la eficacia de los mercados, lo que implica que se considere su impacto en los resultados globales de la economía;
  - b. Garantizar un trato equitativo para los accionistas, incluidos los minoritarios, que implica la posibilidad de obtener información relevante y sustantiva sobre la sociedad de forma puntual y periódica. En el caso de los inversionistas institucionales se deben revelar sus políticas generales de gobierno corporativo, así como sus políticas para gestionar sus conflictos de interés.
  - c. Se deberá reconocer los derechos de las partes interesadas, grupos de interés, y fomentar la cooperación activa entre las sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, así como facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.
  - d. Se deberá garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo, Directorio, y su responsabilidad frente a la empresa y los accionistas. Lo que implica que los canales para distribuir la información deben garantizar un acceso a todos, así como promover un análisis complementario por parte de analistas, calificadoras de riesgo, entre otros.
5. En la actualidad, el principal inversionista del mercado de capitales peruano está representado por las Administradoras de Fondos de Pensiones, es decir, por todos los trabajadores que aportan al sistema. Por lo que en caso de

emitirse valores, si éstos no son destinados para que puedan ser adquiridos por las AFPs, el instrumento financiero difícilmente será exitoso. A octubre del 2012, la cartera administrada superaba los S/. 94 mil millones.

6. En atención a la crisis financiera internacional, en especial de la zona euro, nótese cómo las “altas” tasas de interés que tienen que asumir las deudas soberanas de diversos países europeos, que en el caso de las deudas italiana y española superan el 6% y el 17% en el caso de Grecia, contrastan frente a un contexto de “crecimiento económico” local, con las tasas de interés promedio, a enero de 2012, del sistema financiero peruano de 23% para pequeñas empresas, 33% para microempresas y 38% en consumo. Debiendo destacarse que incluso las tasas de interés pueden superar el 100% anual, en determinadas entidades financiera.
7. Contrariamente al contexto de las crisis financieras internacionales, el entorno macroeconómico local, ha presentado una evolución positiva que ha permitido el desarrollo empresarial, lo que puede apreciarse en 4 variables principales: la inflación, el tipo de cambio, el producto bruto interno y las reservas internacionales. La inflación para el período 2010 fue de 2.08% y para el 2011 fue de 4.75%. El tipo de cambio mostró una apreciación del sol. El PBI mostró un crecimiento para el 2010 de 8,78% y para el 2011 de 6.92%. Las reservas internacionales para el 2011 superaron los S/. 48 mil millones.
8. La brecha entre las tasas de interés local frente a las internacionales, evidencia que hay una oportunidad por aprovechar para reducir las tasas de interés a nivel local. Sin embargo, previamente a la participación de las MIPYMES en los mercados de capitales, es necesario crear una regulación y estructuración, especiales, para promover su participación, con la siguiente inclusión financiera.

9. La inclusión social es una también una preocupación de los reguladores, en los aspectos financieros, se puede citar el caso de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, con indicadores para el sistema financiero, los sistemas de pensiones y el sistema de seguros.
10. Para promover la participación de las MIPYMES en los mercados de capitales, debemos preguntarnos si existen desde el lado de la oferta y la demanda de instrumentos financieros, importes que representen una oportunidad de acceso a fuentes de financiamiento. Desde el lado de la oferta pública primaria de instrumentos financieros, que se cotizan en Bolsa, según información de la Superintendencia del Mercado de Valores, entre los años 2005 al 2010, se han colocado instrumentos financieros por valor de S/. 15 mil millones y US\$ 4 mil millones. Resalta la colocación de bonos, que representa el 77% de lo colocado en soles y el 81% de lo colocado en dólares. Por el lado de la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones.
11. Las tasas de interés, máximas en soles, asociadas a las MIPYMES, según información de la SBS, a septiembre de 2011:
  - a. Para micro empresas, van del 47,20% en el sistema bancario, al 128,53% en el sistema de Edpymes.
  - b. Para las pequeñas empresas, van del 30,73% en el sistema bancario, al 125,21% en el sistema de cajas rurales de ahorro y crédito.
  - c. Para las medianas empresas, van del 22,8% en el sistema bancario, al 90,12% en el sistema de cajas municipales de ahorro y crédito.

Una comparación de tasas, a nivel internacional, por ejemplo, con el caso español, con estadísticas del Banco de España, muestra que para agosto de 2011, su mayor tasa activa promedio era de 9,53%. Lo que evidencie que las tasas locales están muy por encima de las tasas internacionales.

12. Si aplicamos las condiciones internacionales de paridad, para analizar la relación entre las tasas en soles y dólares ofrecidas para las micro empresas, a nivel local, considerando para noviembre del 2012, según información de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, una tasa en soles de 38,84% en soles y una tasa de 18,96% en dólares, podemos evidenciar las siguientes distorsiones:

- a. La depreciación de equilibrio que igualaría las tasas de 38,84% en soles y de 18,96% en dólares, sería de 16,71%. Sin embargo, en la realidad, la variación del tipo de cambio, entre enero a noviembre del 2012, ha representado una apreciación del sol del 3,11%, al pasar de 2,613 a 2,697 soles por dólar.
- b. Para una tasa en soles de 38,84%, con una apreciación de 3,11%, se tendría una tasa equivalente en dólares de 43,3%. Lo que dista de la tasa de 18,96% en dólares. Lo que evidencia una tasa “sobrevalorada” en soles.
- c. Para una tasa en dólares de 16,71%, con una apreciación de 3,11%, se tendría una tasa equivalente en soles de 15,25%. Lo que dista frente a la tasa en soles del 38,84%. Es decir, frente a una apreciación del sol, la tasa en soles debería ser menor que la tasa en dólares.

13. Entre las características que impactan en el riesgo financiero de las MIPYMEs están la falta de transparencia, la informalidad, la falta de capacitación en la gestión, las barreras legales, el capital reducido y el desconocimiento de los mercados financieros.

14. La información disponible en el sistema financiero muestra que existe un potencial en enero de 2011 de S/. 37,8 mil millones de soles en créditos que no han sido refinanciados, reestructurados ni se encuentran atrasados. Para el 2012 alcanza supera los S/. 45 mil millones. Dichos importes son el potencial para acceder a los mercados de capitales y reducir el costo de financiamiento.

15. Las tasas de interés de los mercados de capitales, si bien estamos ante empresas de tipo triple A, en la clasificación de riesgos, podemos apreciar que durante el año 2010, las mismas han estado entre 3,75% y 9% para las emisiones en dólares, y, entre 4% y 8,5% para bonos en soles. Ahora, si bien las MIPYMES no podrían exhibir las calificaciones crediticias de las grandes empresas emisoras, tienen a su favor la preocupación de los mercados financieros por la responsabilidad social y la presencia de consumidores “verdes”, caracterizados por su preocupación medioambiental y social. En un contexto en el cual la preocupación ambiental es una preocupación nacional e internacional. Al respecto, la Defensoría del Pueblo reportaba a octubre del 2011, la existencia de 217 conflictos sociales, de los cuales el 57% estaba vinculado a temas socio ambientales.
16. La responsabilidad de las empresas y su impacto en la economía y la sociedad, y en consecuencia su tratamiento normativo, debe diferenciarse en atención a su envergadura económica. Sin embargo, no existe una clasificación homogénea del tratamiento, que reciben las MIPYMES, desde los ámbitos contables, societarios, tributarios, laborales o de ventas; ni desde una perspectiva de transparencia de sus operaciones para reducir el riesgo, generar confianza y aumentar su valor.
17. Por su parte, la Ley de MYPES, si bien alude a instrumentos de promoción, para acceso a servicios empresariales y acceso a los mercados, presenta un régimen laboral menos gravoso, así como considera la creación de un Consejo Nacional, Consejos Regionales y Locales; no realiza un trabajo a profundidad para reducir el riesgo que las mismas representantes, por la dificultad de acceder a información respecto de las mismas. En consecuencia, es necesario para reducir el riesgo de información, implementar un mecanismo centralizado de información de MIPYMES, como paso previo para su ingreso al mercado de capitales.

18. Se debe buscar la transparencia en la información de las MIPYMES, aprovechando las buenas prácticas desde el ámbito del mercado de capitales, como los hechos de importancia; desde el ámbito societario, la información a los accionistas y potenciales inversores; desde el ámbito del Gobierno Corporativo, la implementación de figuras como el director independiente. Figuras como la titulización de activos, con la creación de un patrimonio autónomo que respalde la emisión de instrumentos financieros, también podría contribuir a reducir el riesgo en la emisión de valores de MIPYMES.
19. Si bien, en junio de 2012, se ha dispuesto la creación de un mercado alternativo de valores, que busca incorporar a nuevos participantes en el mercado de valores, no se han considerado aspectos como:
- a. En la medida en que no se cuente con una autorización de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, que permita a las AFPs invertir en los instrumentos de MIPYMES, difícilmente se podrá realizar una colocación exitosa.
  - b. Pedirle a una MIPYME que asuma los costos de ingresar al mercado de capitales, por el pequeño tamaño de sus operaciones, resulta inviable. Es necesario generar economías de escala, para acceder conjuntamente al mercado de capitales.
  - c. Es necesario que se permita que una entidad, como por ejemplo la Corporación Financiera de Desarrollo –COFIDE–, lidere el proceso en atención a su capacidad de gestión en el mercado de capitales.
20. La estructuración de la emisión de bonos de MIPYMEs debe contar con apoyo del sector público, como por ejemplo, COFIDE, para aprovechar su experiencia en el proceso de estructuración de la emisión.
21. Se ha verificado, durante el desarrollo del trabajo, que si se promovieran prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las MIPYMES, se podría reducir el riesgo financiero de las MIPYMES. Debiendo destacarse que no obstante la

crisis financiera internacional, se mantiene un contexto macroeconómico local que permite el desarrollo del mercado de capitales, en atención a indicadores como control de la inflación, por debajo del 5% anual, apreciación de la moneda, crecimiento del producto bruto interno, crecimiento de las reservas internacionales.

22. Se ha verificado que si las MIPYMES pudiesen acceder al mercado de capitales, se promovería una reducción de las tasas de interés que tienen que asumir al acudir al sistema financiero. Las altas tasas de interés que asumen las MIPYMES destruyen su valoración.
23. Se ha verificado que si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (bonos) a emitirse por las MIPYMES, se promovería la participación de las MIPYMES en el mercado de capitales.
24. Se ha verificado que si se promueve la emisión de bonos MIPYMES, dispersando el riesgo que representan en el mercado de capitales, se contribuiría a la inclusión social financiera de las MIPYMES. La estructura de cartera o portafolio de las administradoras de fondos de pensiones, muestra que si se les permitiera invertir hasta el 1% en bonos MIPYMES, no se pondría en riesgo los fondos de pensiones y por otra parte, permitiría aportar fondos para reducir los costos financieros de las MIPYMES.
25. Debe destacar que la falta de información, informalidad, debilidad en la gestión impactan en el riesgo financiero de las MIPYMES, siendo necesario promover su transparencia mediante prácticas de buen gobierno corporativo; transparencia en la información; creación de un mecanismo centralizado de información de las MIPYMES, para que puede ser de acceso al público, a los inversionistas y reducir el riesgo que presentan; así como la presentación de información del grupo económico que conforman.

26. Se ha verificado que es posible estructurar una emisión de bonos de las MIPYMES, reduciendo su riesgo financiero, para lo cual es necesario apalancarse en una institución de prestigio y experiencia, que bien puede ser COFIDE.
27. Sería muy complejo que las MIPYMES pudieran realizar por sí mismas una emisión de instrumentos financieros en el mercado de capitales, por lo que es necesario diseñar un modelo con la participación de diferentes instituciones, cuya presencia contribuya a reducir el riesgo de la operación, por un lado, y por otro, al éxito de la operación en el mercado. Por lo que es necesario contar con una entidad estructuradora, y del apoyo de las instituciones financieras, así como de modificaciones en el mercado de valores.
28. Para el proceso de estructuración se debe elegir una entidad estructuradora, que puede provenir tanto del sector privado como del sector público. La experiencia actual es que las estructuradoras actúan por encargo de terceros y no asumen directamente el riesgo de la titulización. Por tal sentido, mientras madure el sistema, resulta más conveniente estructurar la operación con COFIDE.
29. Se debe elegir un proceso de estructuración de titulización de activos, porque la constitución de un patrimonio fideicometido ofrecería una mayor garantía para los inversionistas, en tanto que se distingue el patrimonio fideicometido del patrimonio de las MIPYMES. La fuente de ingresos futuros que serían titulizados podría estar dada por las ventas futuras de las MIPYMES, que pudieran estar vinculadas a pagos electrónicos, como tarjetas de crédito, y por los pagos por los créditos solicitados a los bancos.
30. En la actualidad COFIDE cuenta con diversos programas para las MIPYMES, como son Microglobal, Propem, Habitar Productivo, Créditos Subordinados y Fondemi. De otra parte, la experiencia del Programa Mivienda, que si bien no



es de COFIDE, cuenta con la figura del “buen pagador”, lo que aporta un extraordinario instrumento para promover el cumplimiento en el pago, al obtenerse un descuento por “buen pagador”.

31. La creación de un “comisario de la emisión” es necesario, el mismo que corresponde a una institución financiera, y cuya finalidad es velar por el buen uso de los recursos financieros que se entregarían a las MIPYMES, autorizando los pagos a los proveedores en las operaciones financiadas, mitigando así el riesgo de “desvío” de fondos hacia actividades diferentes a las productivas.
32. Los principales beneficios que se obtendrían serían la reducción del costo financiero de las MIPYMES, la promoción de la formalización de las mismas, la generación de empleo, la inclusión social financiera de las MIPYMES y sus trabajadores, la creación de nuevos instrumentos financieros para los potenciales inversionistas, en especial para las administradoras de fondos de pensiones.
33. Se ha verificado que si se aplican prácticas de Buen Gobierno Corporativo, se puede permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales, como alternativa para las MIPYMES que acuden al sistema financiero.
34. Es posible permitir la inclusión social financiera de las MIPYMES, en el mercado de capitales, mediante la emisión de bonos, en tanto que se reduzca su riesgo financiero y se diversifique la colocación de los instrumentos financieros a emitirse, para lo cual es necesario mantener los indicadores de estabilidad macroeconómica; aprovechar la presencia de los potenciales inversionistas, en especial de las AFPs y de los consumidores “verdes”; que el mercado de capitales represente una reducción del costo de financiamiento de las MIPYMES; aprovechar las prácticas de transparencia y de Buen Gobierno

Corporativo para reducir el riesgo financiero que representan las MIPYMES, y por ende, su costo financiero; apalancar la operación en una institución de prestigio como COFIDE.

35. Los consumidores “verdes” (medioambientales) representan otra potencial fuente de financiamiento para las emisiones de las MIPYMES. No existe una clasificación uniforme de las MIPYMES desde los ámbitos laboral, tributario, contable ni societario, que contribuya a un tratamiento promotor para que las MIPYMES ingresen al mercado de capitales.

36. La Ley de promoción de las MIPYMES no trabaja los temas de reducción del riesgo financiero, a efectos de permitir su ingreso a los mercados de capitales.

37. Entre los principales beneficios que aporta la propuesta que permitiría la inclusión social financiera de las MIPYMES, en el mercado de capitales, pueden citarse la reducción del costo financiero de las mismas, la promoción de la formalización, la generación de fuentes de trabajo, la creación de nuevos instrumentos financieros para los potenciales inversionistas, en especial, para las Administradoras de Fondos de Pensiones.

## RECOMENDACIONES

1. Valorar las prácticas de Buen Gobierno Corporativo para promover la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales.
2. La reducción del riesgo, mediante la presentación de información, dentro de un contexto de promoción de la transparencia de las organizaciones empresariales, MIPYMES, en un contexto de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, contribuirá a reducir las tasas de interés.
3. Como parte de las medidas para promover las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, es necesario crear un mecanismo de centralización de información, para que voluntariamente las MIPYMES puedan remitir su información, para ser analizadas por los potenciales inversionistas. Dicho mecanismos permitirá reducir la incertidumbre de no contar con información de las MIPYMES. Con la reducción de la incertidumbre se consigue la reducción del riesgo, con la reducción del riesgo se impacta en la reducción del costo financiero, entendido como el costo del dinero, representado en la tasa de interés.
4. En atención a que las AFPs constituyen los principales inversionistas a nivel local, es necesario autorizar a las mismas para que puedan invertir en bonos MIPYMES.
5. Los bonos MIPYMES tendrían como uno de sus objetivos reducir las altas tasa, que se cobran a nivel local, que pueden incluso superar el 100% anula, lo que contrasta con las tasas de interés a nivel internacional.

6. Es necesario adoptar medidas para reducir las tasas de interés a nivel local, que pueden superar el 100% al año, y que contrastan frente a las tasas de interés a nivel internacional.
7. Contrariamente a la situación internacional, de crisis financiera, en especial, la zona euro, a nivel local se presentan condiciones de estabilidad en términos de inflación, tipo de cambio, quedando pendiente adoptar medidas, como la propuesta de emitir bonos MIPYMES, en el mercado de capitales, para reducir las altas tasas de interés a nivel del sistema financiero.
8. Para permitir la participación de las MIPYMES en el mercado de capitales, es necesario realizar cambios a nivel regulatorio, para permitir su inclusión social financiera.
9. La inclusión social financiera de las MIPYMES debería ser considerada una prioridad en la agenda de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs.
10. Es necesario crear una oferta de bonos MIPYMES, que aproveche el potencial de la demanda por instrumentos financieros, por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones.
11. Debería fijarse como un objetivo de las autoridades monetarias y reguladoras que las tasas de interés para MIPYMES bajen a niveles que no superen el 15 % anual.
12. Es necesario adoptar medidas para corregir las distorsiones entre las tasas equivalentes en soles y en dólares, que no evidencian la real relación en la apreciación de la moneda.
13. Se deben promover medidas que reduzcan el riesgo financiero de las MIPYMES, tales como promover la transparencia, reducir la informalidad,

promover la capacitación, la reducción de barreras legales, promover la asociatividad y el conocimiento de los mercados de capitales.

14. Es necesario aprovechar el potencial de S/. 45 mil millones en créditos a MIPYMES que no han sido refinanciados, ni reestructurados, ni se encuentran en atraso, para respaldar la potencial emisión de bonos MIPYMES.
15. Una reducción de las tasas de interés, con la participación del mercado de capitales, podrían representar ahorros estimados en el interés pagado por las MIPYMES por más de S/. 8 mil millones.
16. Es necesario homogenizar el tratamiento que se les da a las MIPYMES, con el objetivo de reducir el riesgo, generar confianza y aumentar su valor, como parte de acciones que promuevan la responsabilidad social corporativa.
17. Es necesario repensar la Ley MYPE, con el objetivo de crear un mecanismo centralizado de información que promueva la transparencia de las MIPYMES, con la consiguiente reducción de riesgo que representan.
18. Las figuras como el director “independiente”, entre otras buenas prácticas de Gobierno Corporativo, deben ser implementadas, para promover la transparencia de las MIPYMES.
19. Es necesario repensar la promoción de las MIPYMES, en el mercado alternativo de valores, a efectos de conseguir la inclusión social financiera en el mercado de capitales.
20. Se debe aprovechar la experiencia de COFIDE para estructurar las emisiones de bonos de las MIPYMES, en los mercados de capitales.

21. Se debe aprovechar el “buen momento” macroeconómico local para promover prácticas de Buen Gobierno Corporativo, de transparencia, en las MIPYMES.
22. Se debe promover la inclusión social financiera de las MIPYMES, en el mercado de capitales, para reducir las altas tasas de interés que tienen que afrontar en el sistema financiero, lo que destruye su valoración.
23. Se debe promover la participación de los inversionistas institucionales en los bonos MIPYMES, para promover la inclusión social financiera de las MIPYMES en el mercado de capitales.
24. Se debe dispersar el riesgo de los adquirentes de los bonos MIPYMES, lo que puede ser logrado estableciendo límites a su adquisición. Los mismos que representan el potencial de crecimiento de los bonos MIPYMES.
25. La creación de un mecanismo centralizado de información, que pueda ser de acceso al público y potenciales inversionistas, la presentación de información de grupo económico, entre otras medidas, contribuyen a la transparencia y consiguiente reducción del riesgo de las MIPYMES.
26. Se debe apalancar la emisión de bonos en base a una entidad de prestigio como COFIDE, no sólo por la experiencia que presenta en los mercados de capitales, sino también porque su presencia contribuiría a reducir el riesgo frente a los potenciales inversionistas.
27. Es necesario construir un modelo en el cual participen las diferentes instituciones financieras, dado que sería muy complejo, que las MIPYMES, por sí mismas, pudieran asumir la estructuración de una emisión de bonos en el mercado de capitales.

28. Mientras madure el sistema de titulización de activos, es necesario contar con una institución pública, COFIDE, que actúe como estructuradora.
29. La constitución de un patrimonio autónomo, propio de la titulización de activos, es un instrumento financiero, que brinda menor riesgo para los potenciales inversionistas.
30. Se debe sumar a la experiencia de COFIDE, la experiencia del Fondo Mivivenda, en especial con la figura del “buen pagador”, para promover el cumplimiento de pago, reduciendo consiguientemente el riesgo de incumplimiento.
31. Se debe implementar la figura de un “comisario de la emisión”, para reducir el riesgo de “desvío de fondos” en la utilización del dinero que se obtenga de los bonos MIPYMES a emitirse.
32. La emisión de bonos MIPYMES deberá promover que más MIPYMES puedan acceder a menores tasas de interés para financiar sus operaciones.
33. El mercado de capitales, es una alternativa para las MIPYMES que tienen que afrontar altas tasas de interés en el sistema financiero, para lo cual es necesario promover buenas prácticas de Gobierno Corporativo.
34. Se deben mantener los indicadores de estabilidad macro económica para tornar viables la emisión de bonos MIPYMES.
35. Los denominados inversionistas “verdes” representan un potencial para las emisiones de bonos MIPYMES. Lo que representa una fuente de financiamiento complementaria a los inversionistas institucionales “tradicionales”.

36. Se debe promover una nueva Ley MIPYME que trabaje la reducción del riesgo financiero de las mismas, para permitir su inclusión social financiera en el mercado de capitales.
37. Es necesario crear una canasta con valores a emitir por las MIPYMES. Sólo pueden participar en esta canasta las MIPYMES que no hayan presentado atrasos en el sistema financiero local, durante los últimos 3 años, y hasta por un importe similar a los créditos obtenidos del sistema financiero; siendo necesario autorizar a las Administradoras de AFPs a invertir en valores emitidos por las MIPYMES, hasta por un 1% de los fondos disponibles, como primer acercamiento en el mercado de capitales. En atención al éxito de las emisiones, se deberá evaluar aumentar los límites establecidos.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- APASA MEZA, Mario. “Consultor Financiero”, Lima, 2006, pp. 703.
- ARIÑO ORTIZ, Gaspar. “Principios de Derecho Público Económico”, ARA Editores, Lima, 2004, 1069 pp.
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. “Comentarios a la Ley de Títulos Valores”, Gaceta Jurídica S.A., segunda edición, 2002, Lima, 926 pp.
- BETTI, Emilio. “Teoría General de las Obligaciones”, tomo I, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1969, pp. 387.
- BODIE, Zvi, KANE, Alex, MARCUS, Alan J. “Principios de Inversiones”, quinta edición, Mc Graw Hill, España, 2004, pp. 578.
- BORREGO RODRÍGUEZ, Ángel, GARCÍA ESTEVEZ, Pablo. “Productos Financieros”, Financial Times, Prentice Hall, Madrid, 2001, pp. 366.
- BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo. “Derecho y Economía”, editorial Palestra, primera edición, Lima, 2003, pp. 837.
- CARNELUTTI, Francesco. “Teoría General del Derecho”, Ara Editores, Lima, 2006, pp. 510.
- DIEZ PICAZO, Luis. “Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial”, volumen primero, editorial Civitas, Madrid, quinta edición, 1996, pp. 515.
- DIEZ PICAZO, Luis. “Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial”, volumen segundo, quinta edición, editorial Civitas, Madrid, 1996, pp. 909.
- DOBSON Juan M. “El Abuso de la Personalidad Jurídica”, ediciones De Palma, Buenos Aires, 1985, 661 pp.
- ESPINOZA ESPINOZA, Juan. “Derecho de los Consumidores”, Editorial Rodhas, Lima, 2006, pp. 301.
- FABOZZI, Frank, MODIGLIANI, Franco, FERRI, Michael. “Mercados e Instituciones Financieras”, Prentice Hall, México, 1996, pp.697.
- FERNANDEZ DE LA GÁNDARA Luis y otros. “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales S.A., Madrid, 1999, Barcelona, 995 pp.

- FIGUEROA BUSTAMANTE, Hernán. “Derecho Bancario”, Librería y Ediciones Jurídicas, Lima, 2000, pp. 469.
- GARRIGUES, Joaquín. “Curso de Derecho Mercantil”, editorial Porrúa S.A., México, segunda reimpresión, 1979, 969 pp.
- HERNÁNDEZ SAMPIETRI, Roberto, FERNÁNDEZ-COLLADO, Carlos y BAPTISTA LUCIO, Pilar. “Metodología de la Investigación”, editorial McGraw Hill, cuarta edición, México, pp. 850.
- HUNDSKOPF EXEBIO Oswaldo, y otros. “Tratado de Derecho Mercantil”, tomo I, Gaceta Jurídica, primera edición, 2005, Madrid, 467 pp.
- LEROY MILLER, Roger, y PULSINELLI, Robert. “Moneda y Banca”, segunda edición, Mc Graw Hill, Colombia, 1997, pp. 647.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. “Fusiones y Adquisiciones de Empresas”, editorial Mc Graw Hill, cuarta edición, Lima, 1997, pp. 714.
- NAGEL, Ernest. “La Estructura de la Ciencia”, editorial Paidós, primera edición en la Colección Surcos 2006, España, pp. 801.
- Obra colectiva. “Tratado de Derecho Mercantil. Derecho Societario”, tomo I, Gaceta Jurídica, Lima, 2003, pp. 1421.
- Obra colectiva. “Tratado de Derecho Mercantil. Títulos Valores”, tomo II, Gaceta Jurídica, Lima, 2004, pp. 942.
- OSOARIO RUIZ, Zaida. “Contratos Comerciales – Empresariales y el Arbitraje”, Ideosa, Lima, 2002, pp. 553.
- PARODI TRECE, Carlos. “Globalización y crisis financieras internacionales”, primera edición diciembre 2001, septiembre 2003, Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, pp. 506.
- PARODI TRECE, Carlos. “La primera crisis financiera internacional del siglo XXI”, primera edición abril 2011, Universidad del Pacífico, pp. 378.
- POSNER Richard. “El Análisis Económico del Derecho”, editorial Fondo de Cultura Económica, primera reimpresión, México, 2000, pp. 682.
- PUENTE CUESTAS, Alberto. “Finanzas Corporativas”, Pacífico Editores, Lima, 2006, pp. 528.

- REQUIJO GONZALEZ, Jaime. "Economía Mundial, segunda edición, España, 2002, pp. 390.
- RODRIGUEZ VELARDE, Javier. "Contratos e Instrumentos Bancarios", Rodhas, 2da edición, Lima, 2001, pp. 571.
- ROGERS, Keith, REUTERS, "Curso de Derivados", Barcelona, 2001, pp. 212.
- SAMUELSON, Paul y NORDHAUS, William. "Economía", décimo octava edición, Mc Graw Hill, México, 2006, pp. 753.
- SCWALB, María Matilde, MALCA, Oscar. "Responsabilidad social: fundamentos para la competitividad empresarial y el desarrollo sostenible", primer edición, Universidad del Pacífico, 2004, pp. 248.
- Staff interno de la Revista Actualidad Empresarial. "Manual de Indicadores Financieros", Pacífico Editores, Lima, 2006, pp. 334.
- Staff interno de la Revista Actualidad Empresarial. "Herramientas de Gestión Empresarial", Pacífico Editores, Lima, 2005, pp. 510.
- TONG, Jesús. "Finanzas Empresariales: la decisión de inversión", Universidad del Pacífico, Centro de Investigación, Lima, 2006, pp. 578.
- URÍA Rodrigo, y otros. "Curso de Derecho Mercantil", Madrid, 1999, primera edición, Civitas Ediciones, S.L., 1395 pp.
- VILLACORTA CAVERO, Armando. "Productos y Servicios Financieros, Operaciones Bancarias", Pacífico Editores, 2006, pp. 703.

## **ANEXOS**

- 1. Proyecto de Ley para la creación de un mecanismo centralizado de información pública de MIPYMES.**
- 2. Proyecto de Ley para permitir a las Administradoras Privadas de Pensiones invertir en bonos para financiamiento de operaciones de las MIPYMES.**
- 3. Proyecto de ley para la emisión de bonos MIPYMES.**

## **ANEXO 1**

### **Proyecto de Ley para la creación de un mecanismo centralizado de información pública de MIPYMES.**

Artículo 1°.- Autorizar a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) la implementación de un registro centralizado de información de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES), que voluntariamente decidan remitir su información, para su revisión por parte de los potenciales inversionistas.

Artículo 2°.- El registro centralizado de información que se implemente será de acceso público, así como estará disponibles a través de la página web de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Artículo 3°. La información a ser remitida por las MIPYMES entre otras, corresponderá a:

- Documentos de constitución societaria y principales administradores.
- Hechos de importancia.
- Estados financieros suscritos por contador público colegiado.
- Memoria anual.

## ANEXO 2

### **Proyecto de Ley para permitir a las Administradoras Privadas de Pensiones invertir en bonos para financiamiento de operaciones de las MIPYMES.**

Artículo 1°.- Autorizar a la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) para incorporar en los Fondos Tipo 1, Tipo 2 y Tipo 3 la posibilidad de adquirir bonos emitidos para financiar operaciones de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, siempre que:

- El trabajador – inversionistas haya expresado su conformidad.
- El límite de inversión no supere el 1% (uno por ciento) del fondo.

Artículo 2°.- Los bonos para financiar operaciones de la Micro, Pequeñas y Medianas Empresas deberán contar, entre otras características que pudiera señalar la SBS, con las siguientes:

- Serán emitidos por una institución financiera autorizada por la SBS.
- Los fondos recaudados serán utilizados para financiar operaciones de la Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, a través de entidades financieras autorizadas por la SBS.

### **ANEXO 3**

#### **Proyecto de ley para la emisión de bonos MIPYMES.**

Artículo 1°.- Autorizar a la Corporación Financiera de Desarrollo – COFIDE la emisión de bonos para financiar operaciones de las Micro, Pequeñas y Medianas empresas - MIPYMES.

Artículo 2°.- Los bonos serán emitidos como bonos titulizados y tendrán como parte del patrimonio autónomo los pagos que se reciban de los créditos otorgados a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas.

Artículo 3°. Se podrán acoger al financiamiento, sustentado por estos bonos, las Micro, Pequeñas y Medianas empresas que:

- durante los últimos 3 años hayan remitido información al Registro Centralizado de Información administrado por la Superintendencia del Mercado de Valores,
- que tengan un historial crediticio en el sistema financiera de al menos 3 años, y,
- que durante los últimos 2 años no hayan incurrido en incumplimientos de pago ante el sistema financiero.
- Que hayan presentado su declaración de renta anual durante los últimos 3 años.

Artículo 5°. Las entidades financieras por canalizar los créditos recibirán una comisión que no superará el 1% de los créditos otorgados.

Artículos 6°.- Las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas que al finalizar el cumplimiento de sus préstamos, sin que hayan incurridos en retardos o incumplimientos en la fecha de pago, tendrán un descuento equivalente al 5% del interés pagado, que le será descontado del pago del principal.

